

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**SECTOR EXTERIOR
Y
RECUPERACION ECONOMICA**



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL
OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA



**SECTOR EXTERIOR
Y
RECUPERACION ECONOMICA**

REVISTA DE INVESTIGACIONES
DE LA UNIVERSIDAD DE MADRID

REVISTA DE INVESTIGACIONES
DE LA UNIVERSIDAD DE MADRID

Imprime:
RAYCAR, S. A. Impresores
Matilde Hernández, 27. 28019 Madrid
Depósito legal: M. 402.—1987
ISSN: 1132-9386

SUMARIO

	<u>Pág.</u>
PRESENTACION	V
ECONOMIA ESPAÑOLA	1
Las relaciones económicas de España con el exterior.- <i>Apolonio Ruiz Ligeró</i>	3
El déficit comercial: evolución y perspectivas.- <i>José María Bonilla</i>	7
Una describable mejora de la balanza comercial.- <i>Ernest Lluch</i>	20
La restricción exterior de la economía española.- <i>Jaime Requeijo</i>	24
Turismo: actividad esencial del sector exterior.- <i>Agueda Esteban Talaya</i>	29
La opinión de los exportadores	34
- Acerinox, S.A.- Federico Lanzaco, Adjunto a la Presidencia	35
- Antonio Puig. Perfumes.- Manuel Puig, Director de la División Internacional	39
- Gres de Nules & Keraben.- Rafael Benavent Adrián, Presidente	40
- Todagrés.- Fernando Servera, Director de Marketing	44
ECONOMIA INTERNACIONAL	47
El falso enigma del dólar.- <i>Juan Pérez-Campanero</i>	49
Estudio de la OCDE sobre el empleo: hechos, análisis y estrategias.- <i>José Luis Raymond</i>	61
SISTEMA FINANCIERO	67
Las cajas de ahorros durante el ejercicio 1993.- <i>Juan Antonio Maroto Acín</i>	69
El débil pulso del crédito.- <i>Analistas Financieros Internacionales S.A.</i>	86
RESUMEN DE PRENSA	93
Comentario de actualidad.- <i>Ramón Boixareu</i>	95

La información económica en la prensa internacional	99
ARTICULO DEL MES	141
¿Qué queda hoy de Keynes?.- <i>Robert Skidelsky</i>	143
GRAFICO DEL MES	153
La apertura exterior de la economía española	155
INSTANTANEA ECONOMICA	159
El sector exterior de la economía española en el trienio 1992-1994	161
LOS LIBROS DEL MES	165
Román Perpiñá, en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.- <i>Juan Velarde</i>	167
La evaluación de la eficiencia en los sectores privado y público; de Prior, D., Verges, J, y Vilardell, I.- <i>Juan Antonio Maroto Acín</i>	177
I Simposio sobre igualdad y distribución de la renta y de la riqueza; de Fundación Argentaria.- <i>José Luis Raymond</i>	179
Nota sobre el nombramiento del nuevo Director General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros	183

PRESENTACION

Cuando el curso de la actividad económica española culmina ya el primer semestre de 1994, existe un general consenso, entre observadores y estudiosos de la coyuntura económica, sobre la certeza de la creciente recuperación de la producción nacional -especialmente industrial-, aunque sus esperados efectos positivos sobre la inversión y el empleo aún no se hayan producido, por más que existan algunos síntomas incipientes de un cierto cambio de tendencia. Pero, con igual asentimiento general, existe la convicción de que el motor básico que viene protagonizando la recuperación de la economía española radica en el comportamiento del sector exterior. (El lector encontrará los datos básicos del sector exterior de la economía española en el trienio 1992-1994 en la Instantánea Económica de este mes, como referencia cuantitativa obligada de muchos de los argumentos y comentarios contenidos en este número).

En 1993, las exportaciones españolas crecieron un 11,6 por cien en términos reales, frente a un decrecimiento (-4,2 por cien) de las importaciones, lo que supuso una mejora importante en el tradicional déficit comercial. Mejora cuya continuidad en el primer trimestre de 1994 parece asegurar el crecimiento estimado de las exportaciones, en torno al 15 por cien, muy superior al aumento de las importaciones -especialmente bienes intermedios exigidos por el propio proceso exportador y, en menor medida, bienes de inversión- que se ha situado alrededor del 5 por cien.

De esta forma, unas exportaciones intensamente crecientes, como consecuencia del efecto combinado de la recuperación económica internacional, de la vigencia de un tipo de cambio realista de la peseta y de la propia debilidad de la demanda interna, junto con un espectacular crecimiento del turismo, permitirán lograr en 1994 una considerable mejora de la balanza de pagos por cuenta corriente -que puede saldarse con equilibrio, o incluso con un ligero superávit- a la vez que están constituyendo el principal motor del crecimiento económico español.

Este hecho singular e importante y tal vez la convicción de que, como destaca el Profesor Lluch en su colaboración en este número, los resultados del comercio exterior constituyen la forma más expresiva de que los ciudadanos entiendan, más allá de sofisticados argumentos, el sentido y la importancia de la competitividad, son las razones que animan la prioritaria dedicación de este número de "Cuadernos" a explorar el comportamiento reciente del comercio exterior de España y las posibilidades y limitaciones que ofrece al crecimiento futuro de la economía nacional.

La restricción exterior de la economía española ¿Se repite la historia?

Cuatro excelentes colaboraciones, que analizan con diferentes matices y perspectivas el comportamiento exterior de la economía española, encontrará el lector en este número de "Cuadernos": la debida al Secretario de Estado de Comercio Exterior, Apolonio Ruiz Ligero, la elaborada por el Jefe de Previsión y Coyuntura del Servicio de Estudios del Banco de España, José María Bonilla, y las de los Profesores Ernest Lluch, Rector de la UIMP y Jaime Requeijo, Catedrático de Economía Aplicada de la UNED.

La experiencia demuestra reiteradamente que las fases de crecimiento económico en España han ido acompañadas de un deterioro progresivo de la balanza comercial que

ha impuesto una restricción tradicional a la consolidación de las etapas cíclicas de bonanza económica. Lo acontecido en el período 1986-1992, en un contexto de apertura externa creciente cuya evolución desde 1970 ofrece con toda elocuencia el Gráfico del Mes, y que con todo detenimiento analiza en su artículo José María Bonilla, constituye un ejemplo paradigmático de esta situación. El crecimiento de la demanda interna, por encima del aumento potencial no inflacionista de la producción, genera una elevación tanto de las importaciones -el Profesor Lluçh destaca que el alza de las importaciones es más que proporcional respecto al crecimiento de la producción interna- como de los precios, provocando una pérdida de competitividad en los mercados externos, e internos, que se traduce en un deterioro de la balanza de pagos que se va haciendo paulatinamente insostenible, poniendo un grillete a la continuidad del proceso expansivo. Pérdida de competitividad que, como la experiencia enseña, comprime los excedentes empresariales obligando a las empresas, ante las rigideces del sistema económico, a reducir el empleo para elevar los niveles de productividad en un intento de mejorar sus condiciones de competitividad.

Sin duda, como destaca Apolonio Ruiz Ligeró, la pertenencia de España a la Unión Europea, con una serie de compromisos de obligado respeto, la sobrevaloración de la peseta derivada del mantenimiento de las reglas del SME y una demanda interna fuertemente creciente condujeron al progresivo deterioro de la balanza comercial entre 1986 y 1992.

La pregunta lógica es si de nuevo ahora, ante la recuperación, en parte efectiva y en parte esperada, de la economía española pueden alejarse los temores de que se repita la historia y que el comportamiento futuro del sector exterior ponga freno al crecimiento consolidado de la economía española.

En este sentido, las enseñanzas que ofrecen los artículos de este número de "Cuadernos" son variadas y transmiten ciertas cautelas que invitan a una seria reflexión.

Sin negar el interés de la política comercial de fomento de la exportación y de apoyo a la internacionalización de las empresas españolas que señala en su colaboración el Secretario de Estado de Comercio, la mayor parte de las conclusiones que de estos trabajos se derivan ponen el acento en las necesarias reformas estructurales que condicionan la competitividad de la economía española.

El punto clave lo expresa José María Bonilla con toda claridad y contundencia: "para que el déficit exterior no vuelva a convertirse en un factor limitativo del crecimiento potencial de la economía, en un contexto de expansión cíclica y estabilidad del tipo de cambio, es necesario que las ganancias de competitividad adquiridas en el pasado año se consoliden y fortalezcan, dotándolas de unos fundamentos que deben basarse en la moderación de los costes interiores y en unas mejoras de la productividad compatibles con la creación de empleo".

Un comportamiento exigente que obliga, como destaca el Profesor Lluçh, a mantener la balanza comercial como uno de los centros de atención de la política económica sin bajar la guardia ante lo que él califica como su "descriptible mejora" en 1993 y primeros meses de 1994. Avanzar en la moderación salarial, en la desregulación del sector servicios -para impedir la incidencia de su inflación diferencial sobre los

costes de las empresas- y, sobre todo, como atinadamente recuerda el Profesor Requeijo, reducir el déficit público y estimular el ahorro privado, constituyen factores claves para alejar el peligro de que la aún incipiente, aunque pujante por sus síntomas, recuperación de la economía española encuentre, una vez más, en su camino la restricción que impone el sector exterior.

El auge turístico derivado de una serie de factores entre los que se encuentran la recuperación de la economía mundial, el tipo de cambio más realista de la peseta y las dificultades por las que atraviesan algunos países receptores de turismo, competidores de España en el área mediterránea, según destaca en su colaboración la Directora del Instituto de Estudios Turísticos, Agueda Esteban, puede elevar en 1994 a 62 millones el número de visitantes y a 2.750 miles de millones de pesetas los ingresos turísticos -brillantes resultados esperables que, sin embargo tampoco resuelven el importante reto de mejorar la calidad y adaptarse a una demanda turística cada vez más exigente y selectiva-, y, ofrece un respiro para abordar los problemas de fondo que condicionan la competitividad de la economía española alejando las sombras que sobre el crecimiento económico ha proyectado históricamente la limitación exterior.

La exportación española: cuatro opiniones.

El estudio de las posibilidades y problemas de la exportación española no hubiera sido equilibrado sin contar con la opinión de sus intérpretes más genuinos: los empresarios. "Cuadernos de Información Económica" solicitó de cuatro empresas exportadoras significativas, Acerinox, Antonio Puig, Gres de Nules y Todagrés, su posición sobre la actividad exportadora que realizan y sus principales condicionantes. El lector encontrará en este número de "Cuadernos" las opiniones de Federico Lanzaco, Adjunto a la Presidencia de Acerinox, de Manuel Puig, Director de la División Internacional de Antonio Puig, de Rafael Benavent, Presidente de Gres de Nules y del Director de Marketing de Todagrés, Fernando Servera, a quienes la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros agradece sus desinteresadas contestaciones.

Es obligado destacar que, por encima de sus diferencias sectoriales y de dimensión, existe una coincidencia fundamental en sus respuestas en torno a cinco aspectos claves de la actividad exportadora:

- 1. La importancia que conceden al marco macroeconómico de estabilidad de precios y de tipo de cambio.*
- 2. Su convicción de que el éxito en la exportación comporta una importante dosis de voluntad empresarial tenazmente mantenida en una estrategia a largo plazo.*
- 3. El papel destacado de la calidad de los productos, así como de las mejoras en el diseño y otros factores de diferenciación en el mercado internacional.*
- 4. La innovación tecnológica se considera el factor fundamental de reducción de costes. Por ello destacan la importancia de la inversión en I+D.*
- 5. Todos coinciden en la importancia de una red comercial propia en el exterior a través de empresas filiales, especialmente en países creadores de imagen. En este sentido, consideran importante la ayuda que la Administración puede*

prestarles a partir de un nuevo diseño más funcional y operativo de las oficinas de representación comercial en el exterior.

El falso enigma del dólar.

A finales de 1993, la práctica totalidad de los observadores de la coyuntura económica internacional pronosticaban la continuidad en el proceso de apreciación del dólar. Un pronóstico, en principio razonable, derivado de las mayores necesidades de financiación exterior que se esperaba tuviera la economía americana, inmersa en un intenso proceso de crecimiento, y de la correlativamente esperada subida de los tipos de interés en Estados Unidos.

Sin embargo la realidad se ha encargado, una vez más, de desmentir los pronósticos, porque es lo cierto que, desde principios de año, el dólar ha ido cayendo continuamente en su cotización, situándose a finales de junio en 1,60 marcos y en 100 yens por dólar. Un proceso que parece haber alcanzado una precaria estabilidad tras el acuerdo de un conjunto de bancos centrales para sostener la cotización del dólar.

La colaboración de Juan Pérez-Campanero muestra brillantemente cómo, a pesar de todo, no existe nada enigmático en el comportamiento de la divisa americana. La cotización de una moneda no sólo radica en el nivel relativo de precios o en las perspectivas de los tipos de interés. Es preciso contemplar la evolución conjunta de los flujos financieros.

La contracción que ha experimentado la oferta neta de capitales, la insuficiencia de ahorro en Estados Unidos y el propio deseo de diversificación de carteras por parte de los inversores americanos, se han combinado para producir una pérdida de atractivo de los mercados de bonos y acciones en Estados Unidos que han condicionado una continuada caída en la cotización del dólar.

El Informe de la OCDE sobre el empleo.

La OCDE acaba de hacer público un Informe sobre la situación del empleo en los países miembros de la Organización.

El Informe, que comenta y resume para los lectores de "Cuadernos" José L. Raymond, parte de los hechos, entre los que destaca una mayor tasa de paro en los países de la Unión Europea (10,6%; España 22,4% a finales de 1993) frente a Estados Unidos (6,7%) y Japón (2,5%), con un mayor peso del paro joven y de larga duración.

Estudia, en segundo término los factores explicativos del elevado nivel de paro, como el cambio tecnológico, la competencia de países con bajos niveles salariales, destacando el hecho de que la intensificación de la competencia obliga a las empresas a mejorar sus excedentes, elevando la productividad de los factores, lo que conduce, sobre todo por las rigideces del mercado de trabajo, a reducir el nivel de empleo.

El informe concluye con una nueva llamada de atención sobre los factores estratégicos para el aumento de la ocupación y que, para la OCDE, no están en medidas puntuales y voluntaristas de creación de puestos de trabajo, sino en la corrección de los problemas económicos de fondo, esto es, el control de la inflación, lo

que exige políticas presupuestarias restrictivas, y las reformas que conduzcan a la flexibilización del mercado de trabajo, a la mejora de los sistemas de formación de los recursos humanos y de financiación del subsidio de desempleo.

La LXIX Asamblea General de las Cajas de Ahorros

Con motivo de la celebración de la LXIX Asamblea General Ordinaria de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, el 22 y 23 de este mes de junio, las Cajas de Ahorros Españolas han ocupado, un año más, por estas fechas, la primera línea de la actualidad del Sistema Financiero Español.

"Cuadernos de Información Económica" ha querido aprovechar esta singular ocasión para ofrecer a sus lectores un repaso de la situación y perspectivas de este sector financiero, el de las Cajas de Ahorros Confederadas, cuya implantación popular e importancia institucional en España se pone claramente de manifiesto cuando se contempla su alta cuota de mercado -38,15 por cien de la inversión crediticia y 48,09 por cien de los recursos ajenos de residentes a finales de 1993- y la continuidad de su característica misión social. Tal es el propósito del artículo del Profesor Juan A. Maroto, director del departamento de investigaciones financieras de la Fundación FIES, que ofrece un claro análisis del comportamiento financiero de las Cajas de Ahorros en 1993, de la conexión de su actividad financiera con la evolución económica general, así como los efectos de la creciente competencia que define un marco de actuación en el que la tendencia irreversible a la reducción de los márgenes financieros les exige un creciente proceso de innovación y eficiencia sin renunciar a sus tradicionales señas de identidad.

¿Qué queda hoy de Keynes?

El Tema del mes, que habitualmente completa al resumen de la información económica más relevante aparecida en la prensa internacional, recoge en este número el texto de la conferencia pronunciada en Madrid por el Profesor Robert Skildesky, uno de los más agudos biógrafos de John Maynard Keynes, el pasado mes de febrero.

El sugerente tema que se plantea Skildesky es el de la supervivencia de las ideas keynesianas para explicar y corregir los problemas que padecen las economías modernas. Hace unos años, las elevadas tasas de paro hoy existentes -la de España constituye un buen ejemplo- se hubieran visto como un caso paradigmático del tipo de situación que reclama una terapia keynesiana de estímulo de la demanda. Sin embargo, la mayor parte de los economistas actuales considerarían que un tratamiento de este tipo sería ineficaz, cuando no perverso. ¿Qué ha ocurrido para que cambie tanto el enfoque de la política macroeconómica?

Skildesky analiza en su trabajo los cambios teóricos e históricos que han socavado los cimientos de la revolución keynesiana. El crecimiento espectacular de los gastos sociales, el elevado endeudamiento de las administraciones públicas, el aumento del paro estructural, e incluso la crisis ideológica sobre el papel del Estado en la vida económica, han introducido cambios sustanciales en el enfoque actual de los economistas respecto a las ideas keynesianas, Ello no quiere decir que prevenir una excesiva depresión de la demanda sea un camino despreciable. Apunta más bien en el sentido de

que hoy el consenso de los economistas estaría más en la necesidad de corregir los problemas del lado de la oferta y en estimular la creación del capital humano.

Keynes escribió en un momento singular de hundimiento general de la economía, pero su sentido del realismo le llevó a afirmar que los modelos económicos deberían ser siempre "relevantes para el mundo contemporáneo". A la vista de los profundos cambios experimentados por la economía desde la época en que Keynes escribió sus obras fundamentales, está claro que la política económica sugerida hoy por economistas difiere de la "Teoría General", pero tal vez no esté tan lejana del espíritu que animó el pensamiento keynesiano en su aproximación a los problemas de su tiempo.

Otros temas en este número de "Cuadernos de Información Económica"

El resumen de la información económica en la prensa internacional polariza, en esta ocasión, su variado contenido sobre cuatro tópicos: el comportamiento del dólar, la difícil sustitución de Delors al frente de la Comisión Europea, el proceso de recuperación económica en Europa y los problemas que generan, en los mercados financieros internacionales, la robusta presencia de los denominados "productos derivados".

La sección bibliográfica se integra por un comentario singular y dos reseñas críticas convencionales. El primero de ellos se refiere al texto de la intervención del Profesor y Académico Juan Velarde en el acto de homenaje celebrado en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas en honor del ilustre economista español Román Perpiñá Grau, en el curso del cual se presentó la edición facsimil de su obra fundamental "De Economía Hispana, y otros ensayos", realizada por la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros.

Las dos reseñas bibliográficas preparadas por los profesores Juan A. Maroto y José L. Raymond, se refieren a dos aspectos importantes de nuestra realidad económica. La primera de ellas se refiere a la obra colectiva de Prior, Vergés y Vilardell sobre la evolución de la eficiencia en los sectores privado y público, desde una perspectiva esencialmente conceptual y metodológica. La segunda ofrece información sobre los nueve volúmenes en que la Fundación Argentaria ha recogido las ponencias y comunicaciones del I Simposio sobre Igualdad y Distribución de la renta y de la riqueza que celebró a finales de 1991.

Este número 87 de "Cuadernos de Información Económica" se despide de sus lectores dando cuenta del nombramiento de Juan Ramón Quintás Seoane como Director General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, en sustitución de Germán Pérez Ollauri, que alcanza su edad reglamentaria de jubilación. Nuestra revista saluda al nuevo Director General de CECA, habitual colaborador en las tareas de investigación de la Fundación FIES, y le desea toda clase de éxitos en su gestión, tan decisiva para el sector de las Cajas de Ahorros españolas.

ECONOMIA ESPAÑOLA

LAS RELACIONES ECONOMICAS DE ESPAÑA CON EL EXTERIOR

Apolonio Ruiz Ligeró
Secretario de Estado de Comercio Exterior

La economía española ha vivido en los últimos años un proceso de intensa apertura hacia el exterior, derivado de unos compromisos internacionales adquiridos por nuestro país en materia de liberalización económica, comercial y financiera. Un rápido análisis de las cifras de comercio e inversiones exteriores en los años recientes, permite apreciar el importante cambio que se ha producido en nuestra economía. El comercio exterior, que habitualmente ha significado una contribución negativa al crecimiento de la economía española, ha pasado, en 1993, a ser el único elemento capaz de paliar, al menos en parte, la importante crisis que hemos venido atravesando, llegando a constituir el motor de la incipiente recuperación económica.

Desde los años setenta, la demanda interna ha estado creciendo a tasas muy elevadas, sin que tal empuje pudiese ser satisfecho por completo por la producción interior. Dicho freno fue especialmente importante en 1989, llegando el sector exterior a restar 3,2 puntos al crecimiento del PIB. Simultáneamente, el peso del déficit exterior español sobre el PIB ha llegado a ser el más elevado de la OCDE en términos relativos. Este crecimiento del déficit en los últimos años ha obedecido a tres factores.

En primer lugar, desde 1986 España viene enfrentándose a un triple proceso de liberalización, determinado por la integración en el mercado comunitario, la adopción de una política comercial frente a terceros países mucho más liberal que la aplicada por España antes de la adhesión y, finalmente, por la aceptación de las normas que, en materia de eliminación de trabas al comercio, impone el Mercado Unico.

La cotización de la peseta es el segundo elemento explicativo del déficit exterior en los años previos a 1992. Se pensó que la integración de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, al ligar formalmente nuestra moneda a la de países de sobrada reputación antiinflacionista, dotaría de mayor credibilidad a la política monetaria restrictiva. No obstante, la estrategia inflacionista no obtuvo más que un éxito parcial, de modo que la conjunción de una moneda artificialmente fuerte (pues los altos tipos de interés ocasionados por dicha política monetaria colocaron a la peseta en la parte alta de la banda de fluctuación), y unos precios inflexibles a la baja, ocasionaron una apreciación del tipo de cambio real efectivo y, por lo tanto, un deterioro de la competitividad de las exportaciones españolas.

El tercer elemento que explica el crecimiento del déficit, es el comportamiento de la demanda interna. Entre 1987 y 1990, el ritmo de crecimiento de la demanda osciló entre el 4,7% y el 8%, convirtiendo al mercado español en el más pujante de la OCDE esos años.

Como consecuencia de la conjunción de estos tres factores, a mediados de 1992 el déficit comercial español amenazaba con superar los cuatro billones de pesetas.

En el verano de 1992, a raíz del resultado negativo del referéndum danés sobre el tratado de Maastricht, y del escaso margen con que dicho tratado fue aprobado en Francia, se desencadenaron una serie de movimientos especulativos sobre determinadas monedas del SME. Así, la peseta se devaluó un 6% en septiembre y un 5% en noviembre. Posteriormente, ante la incertidumbre generada por las elecciones del 6 de junio del pasado año, la especulación contra la peseta provocó una nueva devaluación, esta vez del 8%.

Las tres devaluaciones de la peseta coincidieron en el tiempo con la desaceleración de la actividad económica (en el último trimestre de 1992 la demanda interna cayó el 4,1%). El efecto sobre la balanza comercial no se hizo esperar. La balanza comercial experimentó una mejora inmediata, disminuyendo el saldo deficitario un 30,5% en 1993, gracias al extraordinario incremento de las exportaciones (+28,8%) y a la evolución moderada de las importaciones (+2,7%).

La coincidencia de las devaluaciones con la caída de la demanda interna hace difícil discernir cuál de estos dos acontecimientos es responsable de la mejora del saldo comercial. Un análisis de los datos desestacionalizados muestra que las importaciones comenzaron a caer casi seis meses antes de la primera devaluación, y que han evolucionado al alza desde principios de 1993. Las exportaciones, sin embargo, muestran una tendencia ascendente desde 1990, si bien se observa un crecimiento mayor tras las devaluaciones.

Sin embargo, a estos dos factores explicativos de la corrección del déficit hay que añadir un tercero: el crecimiento económico experimentado por la mayoría de los países en vías de desarrollo. El dinamismo de estos mercados permitió el incremento de las exportaciones españolas al compensar, en parte, la recesión que venían sufriendo la mayor parte de los países de la OCDE. Así, según datos de la OCDE, el mercado exterior de España -definido como una media ponderada del crecimiento de las importaciones de los países a los que España exporta- sufrió una caída de 2,5 puntos en 1993. Esto significa que para incrementar sus exportaciones, España tuvo que aumentar considerablemente su cuota de mercado.

Además de aumentar su tasa de penetración en los mercados tradicionales (fundamentalmente la Unión Europea), las exportaciones españolas se han dirigido en mayor medida a los países en vías de desarrollo. El incremento de las ventas a Europa del Este, a los países de reciente industrialización del Sudeste Asiático y a Latinoamérica ha sido espectacular, superando en cada caso el 50%. Es necesario destacar el crecimiento de las ventas a China (+196%), que ha pasado a integrar la lista de los quince principales clientes de España, gracias en buena medida al importante esfuerzo de promoción y financiación realizado por la Administración en los últimos tiempos.

No menos importantes han sido los cambios en la composición sectorial del comercio exterior español, que ha evolucionado hacia un menor peso del comercio exterior agrario y una mayor importancia de los intercambios industriales y del comercio intraindustrial. En 1993, los principales sectores exportadores españoles fueron el sector de bienes de equipo con un 21,8% del total (frente a un 16% del total en 1986) y el sector del automóvil, con un 20,8% del total, mientras que la exportación agroalimentaria supuso un 16,2% del total. Desde el punto de vista de la importación ha habido menos cambios, y el sector de bienes de equipo sigue siendo el más relevante de la importación, pues supone un 23% del total importado.

En definitiva, el año 1993 se ha caracterizado en lo comercial por una importante corrección del déficit exterior. En los tres primeros meses de 1994, continuó el buen comportamiento del

sector exterior. Así, el déficit comercial, se vio reducido en un 23,3%, como resultado del extraordinario crecimiento de las exportaciones en un 44% frente a un aumento de las importaciones del 28,1%. No obstante, los datos facilitados por la Dirección General de Aduanas para el mes de abril muestran que en dicho mes el déficit comercial registró un incremento del 30,2% con respecto a igual período del año anterior. De esta forma, abril ha sido el primer mes desde el verano de 1992 en el que el saldo comercial ha empeorado.

Sin embargo, la inestabilidad mes a mes de los flujos comerciales, hace que resulte precipitado concluir que se ha producido un cambio en la tendencia. Al analizar un período más largo, como el primer cuatrimestre de 1994, se observa que el saldo comercial ha experimentado una mejora del 7,7%. Además, la tasa de cobertura de importaciones por exportaciones fue del 82,7%, más de seis puntos superior a la de igual período de 1993.

Los datos muestran que el sector exterior sigue siendo el principal impulsor de la recuperación económica española, habiendo aportado 1,75 puntos al crecimiento del PIB en el primer cuatrimestre del año. Dicha evolución se basa fundamentalmente en el buen comportamiento de las exportaciones, a su vez debido a la persistencia de los efectos positivos de la devaluación y a la recuperación económica de nuestros socios comerciales. Por otra parte, hay que señalar que la también elevada tasa de crecimiento de las importaciones se explica por la recuperación de la actividad interna.

No obstante, es preciso tener presente que la exportación debe ser entendida como una primera fase en la estrategia de penetración de las empresas españolas en los mercados exteriores. La internacionalización de las economías genera la necesidad de avanzar en el proceso de salida de las empresas españolas al exterior, diseñando estrategias de establecimiento permanente, ya sea mediante la compra de canales de distribución, ya sea mediante la incorporación de procesos productivos en el exterior.

La inversión productiva en el exterior puede constituirse como un pilar necesario para el mantenimiento e impulso de las exportaciones, pues es una vía duradera clave para la expansión y consolidación de las exportaciones españolas en otros países. Hasta bien entrados los años 80, puede afirmarse la existencia de una escasa internacionalización de la empresa española, acorde con la legislación y mentalidad vigentes entonces. Las principales inversiones correspondieron fundamentalmente al sector público empresarial y al sector financiero, destacando la ausencia casi total de inversión en el exterior por parte de la empresa privada española.

En estos últimos años, principalmente a partir del ingreso de España en la Comunidad Europea, se ha producido un proceso de mayor inversión de nuestras empresas en el exterior, y ello por un doble motivo. En primer lugar, por la concienciación de que la estrategia de la internacionalización es la única posible para permitir mantener las ventajas competitivas en los países a que se exportaba, y en segundo lugar, por el marco liberalizador de los movimientos de capitales.

De este modo, las cifras indican que de una inversión directa en el exterior de 56.000 millones de pesetas en 1986, se llegó a los 258.000 millones de pesetas en 1993. Por lo que a la distribución geográfica se refiere, en 1993 la principal área de destino de la inversión directa española en el exterior continúa siendo la OCDE, hacia donde se ha dirigido el 66% de la misma. Es de destacar el crecimiento de la inversión española hacia Portugal, que ha concentrado el 23,5% del total de nuestra inversión exterior el último año, convirtiéndose en el principal país receptor de inversión directa española.

Por su parte, los proyectos dirigidos a los países latinoamericanos han experimentado en 1993 un incremento del 275% en su cuantía, que ha ascendido a 66.000 millones de pesetas. Es necesario señalar que según datos del Banco Interamericano de Desarrollo, España es en estos momentos el segundo inversor europeo en Latinoamérica (después de Alemania), cuando hace pocos años ocupábamos el quinto lugar.

No obstante el crecimiento experimentado en los últimos años, la situación actual de la presencia inversora de las empresas españolas en los mercados exteriores es todavía escasa. Las cifras de inversión española en el exterior son poco significativas si las comparamos con las correspondientes a la inversión extranjera en España. La inversión directa neta (inversión directa extranjera en España menos inversión directa española en el exterior) alcanzó una cifra de 732.000 millones de pesetas, cifra que permitió financiar con creces el déficit por cuenta corriente del año 1993.

España ha sido, en las últimas décadas, un país atractivo para los inversores extranjeros. De acuerdo con un análisis comparativo de la OCDE, utilizando flujos acumulados para el período 1988-92, España ha ocupado el cuarto lugar de los países mayores receptores de inversión directa extranjera después de EE.UU., Reino Unido y Francia, pasando a un quinto puesto en 1993, tras Bélgica-Luxemburgo.

Según datos de Balanza de Pagos, la inversión directa extranjera en nuestro país en 1993 alcanzó los 990.000 millones de pesetas, cifra que supone un descenso del 27,6% con respecto al año anterior. Este descenso se ha producido también en la mayor parte de los países de la OCDE. La inversión directa extranjera se concentra en España tanto en sectores maduros como en sectores de futuro. Entre los primeros destacan la industria de automoción, de alimentación y bebidas y el sector financiero. Entre los segundos destacan los siguientes: electrónica, farmacéutico, química y nuevos materiales, y equipos de medioambiente.

Como se ha dicho al principio, el ámbito económico y comercial en que desarrolla su actividad la empresa española ha cambiado, y continuará haciéndolo en la línea de una liberalización económica y comercial a la que nuestro país se ha unido más tarde que la mayoría de nuestros socios comunitarios, cuyas economías funcionaban en un marco de libre cambio desde mediados de la década de los sesenta. Cualquier retraso en la adaptación de nuestras empresas a este nuevo marco se pagará en términos de menor producción y empleo.

La apertura de nuestra economía y la tendencia a una mayor liberalización del comercio internacional, han llevado a la Administración española a considerar como objetivo fundamental de nuestra política comercial el fomento de la exportación y el apoyo a la internacionalización de nuestras empresas. En ese contexto se insertan las "Medidas de Apoyo a la Actividad Exterior de las Empresas Españolas", que el pasado 29 de abril aprobó en Gobierno y que constituyen un conjunto de acciones de carácter institucional, comercial, financiero, fiscal, informativo y de formación que, por una parte, refuerzan la infraestructura de fomento ya existente, y por otra añaden nuevas directrices que la realidad económica y social exige para mejorar la eficacia en esta misión de apoyo que la Administración tiene encomendada.

El desarrollo de estas líneas favorecerá la consolidación de una estructura empresarial más competitiva, y constituye una decidida apuesta por una mayor y más creciente presencia española en los mercados internacionales.

EL DEFICIT COMERCIAL: EVOLUCION Y PERSPECTIVAS

José María Bonilla⁽¹⁾

Servicio de Estudios. Banco de España

1. Introducción.

El déficit del comercio de bienes en términos reales experimentó un fuerte crecimiento entre los años 1986 y 1992, según las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística⁽²⁾, pasando del 3,4% del producto interior bruto (PIB) al 10,3%. En 1993, se registró una importante corrección en el desequilibrio comercial real (hasta situarse en el 7,5% del PIB), que continúa, de forma más atenuada, en los primeros meses de 1994. Tal como se aprecia en el gráfico núm. 1, el aumento del déficit, expresado en pesetas corrientes de cada año fue más moderado, debido a la mejora de la relación real de intercambio de la economía -cociente entre el precio de los bienes exportados y el de los importados, expresados en una moneda común-, que estuvo determinada, a su vez, por el bajo crecimiento de los precios de importación, como consecuencia, en parte, de la apreciación del tipo de cambio nominal de la peseta durante varios años de ese período. De hecho, el saldo comercial corriente registró su nivel más elevado, en términos de PIB, en 1989, permaneciendo estabilizado, prácticamente, en los tres años siguientes. Su descenso en 1993 ha sido inferior al alcanzado en pesetas constantes, pues las devaluaciones del tipo de cambio de la peseta invirtieron, aunque de forma muy ligera, el proceso de aumento de la relación real de intercambio.

En el gráfico núm. 1 se aprecia la fuerte discrepancia entre las tasas de crecimiento real de las importaciones y exportaciones de bienes al comienzo de este período, que originaron el deterioro del déficit comercial. Entre 1986 y 1989, las primeras aumentaron a una tasa media anual acumulativa del orden del 18%, mientras que las segundas lo hicieron en poco más del 4%⁽³⁾. Esta situación incidió decisivamente en el desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente, que sería, al fin, uno de los factores que limitarían las posibilidades de crecimiento de la economía y desencadenarían su desaceleración cíclica. La profundidad de la crisis durante la segunda mitad de 1992 y el primer semestre de 1993, junto con las devaluaciones registradas

(1) Este análisis ha sido elaborado a partir de diversos materiales preparados en el Servicio de Estudios del Banco de España. Deseo agradecer, especialmente, la colaboración de Ana Buisán y Esther Gordo.

(2) Los datos que se utilizan en este artículo son los de la Contabilidad Nacional de España, o los de la Dirección General de Aduanas, lo que permite distinguir entre los flujos reales del comercio exterior de bienes y sus precios. Los resultados, en términos nominales, serían prácticamente idénticos si el análisis se realizara a partir de las cifras de la Balanza de Pagos.

(3) Este resultado se encuentra sesgado por el dato anómalo de 1986, un año en el que concurrieron una serie de factores que restan validez a su significado. Entre ellos, destaca el adelanto de algunas operaciones de exportación a los meses finales de 1985, con el fin, posiblemente, de beneficiarse de la desgravación fiscal a la exportación. Esta y otras prácticas proteccionistas encubiertas quedarían abolidas en 1986 con la implantación de la nueva regulación de la imposición indirecta del comercio exterior.

por el tipo de cambio de la peseta, supuso una drástica corrección en el déficit de nuestras cuentas exteriores. En 1993, la balanza corriente registró un saldo negativo inferior al 1% del PIB (3,4% en 1990), esperándose que en el año actual permanezca, prácticamente, equilibrada; el saldo neto exterior, que recoge, igualmente, una mejora sustancial en el sector turístico, se ha convertido, así, en el factor que lidera la recuperación de la actividad económica desde mediados del año pasado.

2. Factores determinantes del déficit comercial.

Los factores que determinaron la expansión del déficit comercial español en el período 1986-1992 son bien conocidos. Por una parte, el ritmo de aumento de la demanda nacional alcanzó una intensidad extraordinaria, superando, ampliamente, al de los países de nuestro entorno y desbordando el crecimiento potencial no inflacionista de la economía, que se encontraba limitado, a su vez, por las rigideces y falta de flexibilidad que aquejan a la oferta agregada. Además, y como consecuencia, en parte, de lo anterior, la economía española sufrió una importante pérdida de competitividad, no sólo en los mercados internacionales, sino también en el interior, en un contexto de apreciación del tipo de cambio nominal de la peseta y de apertura al exterior, como consecuencia de la integración en el área de la Unión Europea (UE).

La pérdida de competitividad de los bienes comercializables se vio atenuada por el crecimiento moderado de los precios industriales -en el mercado interno- y de los de exportación -en los mercados exteriores-. Esta forma de afrontar las tensiones competitivas de la economía implicaba, de hecho, un fuerte deterioro de los márgenes de explotación y de la rentabilidad de las empresas productoras de este tipo de bienes, ante la presión de los costes laborales y las alzas de precios de los sectores de bienes no comercializables, propiciando una asignación ineficiente de los recursos que terminaría por desencadenar la fortísima caída de la inversión industrial y la destrucción de empleo, que se inició en el año 1991. El fuerte descenso de la demanda nacional y las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación de la peseta, determinaron un cambio drástico en la evolución de nuestros flujos comerciales en el año 1993, con la consiguiente mejora del déficit comercial. El crecimiento de las exportaciones ha arrastrado a la actividad industrial, y aunque el empleo sigue disminuyendo y la inversión aún no se ha recuperado, se perciben ya los primeros síntomas de reactivación de estas variables.

En una de las figuras del gráfico núm. 1 se incluye un indicador de la evolución del grado de apertura de la economía durante estos años, expresado como la relación entre la suma de importaciones y exportaciones de bienes y el producto interior bruto. Como consecuencia del comportamiento de los deflatores del comercio exterior, el grado de apertura expresado, en pesetas corrientes, no sufrió ningún cambio relevante. Sin embargo, cuando el coeficiente se calcula en términos reales (pesetas constantes), se aprecia la notable intensidad que han alcanzado nuestros flujos comerciales con el resto del mundo, pasando del 27,8% del PIB, en 1986, a casi el 42% de esta magnitud, en 1993, lo que confirma la creciente integración de nuestra economía en los mercados internacionales.

En el gráfico núm. 2 se presenta la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes en términos reales, así como los factores determinantes mencionados: demanda exterior o demanda final, y competitividad, entendida esta como la relación entre los precios de los bienes exportados, o importados, y los de los productos con los que compiten en el mercado exterior o en el interior, expresados en una moneda común a partir del tipo de cambio nominal de la peseta. Debe tenerse en cuenta que la variable que mide el precio de importación se ha ajustado

para incluir el desarme arancelario del período 1986-1993, a partir del cálculo de la protección arancelaria nominal en esos años⁽⁴⁾.

Con la excepción, ya comentada, del año 1986, las exportaciones de bienes mantuvieron tasas de crecimiento real muy estables hasta el año 1992, ganando cuota en los mercados exteriores en el conjunto del período. Conforme la actividad económica de los países industrializados se fue atenuando, con la consiguiente desaceleración del comercio mundial, las exportaciones moderaron considerablemente su pérdida de competitividad, en un contexto interior también más deprimido. En 1993, su extraordinario crecimiento se explica, básicamente, por las fuertes ganancias de competitividad, ya que el efecto de los mercados exteriores, en su conjunto, fue claramente contractivo. Téngase en cuenta que, a pesar de la mejora de la competitividad, las empresas exportadoras aumentaron sus precios en pesetas, en 1993, en tasas próximas al 7%, por lo que, dada la importante desaceleración de los costes unitarios del trabajo -como consecuencia, básicamente, de las ganancias de productividad asociadas a la fuerte caída del empleo-, la mejora en sus márgenes de rentabilidad fue notable.

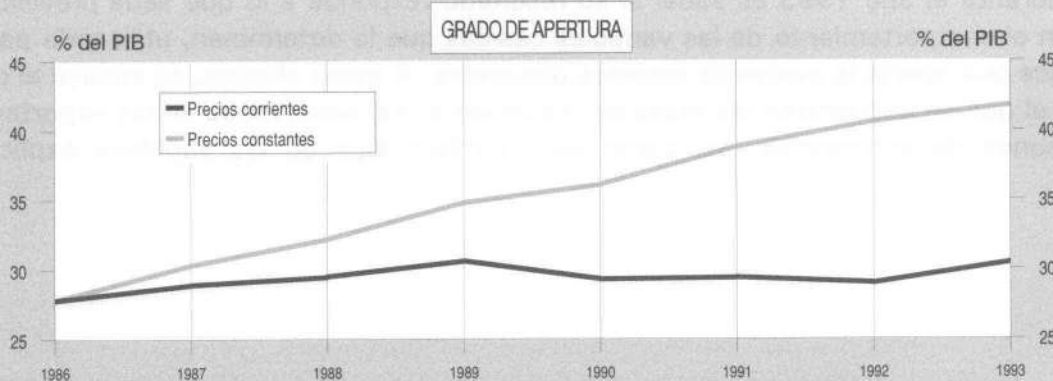
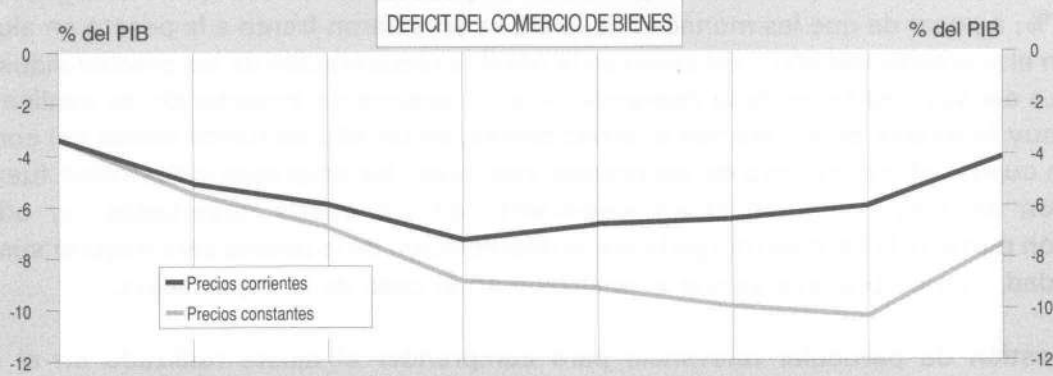
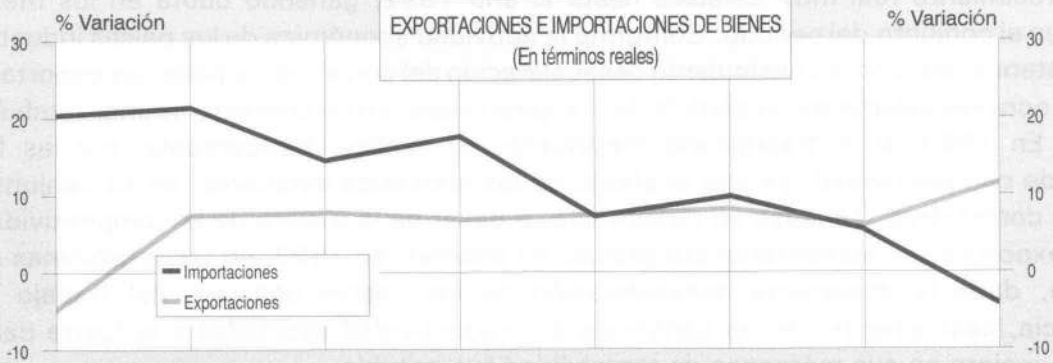
En cuanto a las importaciones no energéticas, que son las representadas en el gráfico núm. 2, la combinación del fuerte crecimiento de la demanda final y las pérdidas de competitividad de los productos españoles determinaron un crecimiento real extraordinario, que sólo comenzó a ceder cuando se inició la fase de desaceleración cíclica de la economía, a partir del año 1990. El retroceso de las importaciones reales en 1993 se debe a la caída de la demanda final y a la pérdida de competitividad de los bienes importados. Obsérvese que el aumento en el precio relativo de las importaciones con respecto al de los bienes interiores no energéticos ha sido relativamente reducido, lo que contrasta con la ganancia de competitividad de los bienes exportados. La razón de este comportamiento se encuentra, en primer lugar, en el aumento relativamente moderado del precio de importación en pesetas de los bienes no energéticos -del orden del 7%, a pesar de que las monedas de la UE se apreciaron frente a la peseta en algo más del 11%, en el promedio del año-, así como en la notable recuperación de los precios industriales interiores. La escasa traslación de la depreciación a los precios de importación se explica por la evolución muy favorable de los precios internacionales, en un año de fuerte atonía del comercio mundial. En cuanto al crecimiento de los precios interiores, las empresas industriales fueron las que sintieron en mayor medida el encarecimiento de los *inputs* importados, y, además, aprovecharon parte de la ventaja otorgada por la depreciación de la peseta para mejorar sus *ratios* de rentabilidad, con un proceso similar al analizado en el caso de la exportación.

Una cuestión de particular relevancia para comprender el ajuste realizado en el déficit comercial durante el año 1993 es saber si su resultado responde a lo que sería previsible, de acuerdo con el comportamiento de las variables básicas que lo determinan, utilizando para ello los resultados que aporta la evidencia empírica disponible. A estos efectos, se incluye el cuadro núm. 1, en el que se encuentran las tasas de crecimiento real observadas en las exportaciones e importaciones de mercancías, así como las contribuciones de las variables explicativas respectivas.

(4) Véase A. Buisán y E. Gordo: Documento de Trabajo 9329, Banco de España, e Investigaciones Económicas, volumen 18, nº 1.

GRAFICO NUM. 1

DEFICIT CORRIENTE: FACTORES DETERMINANTES

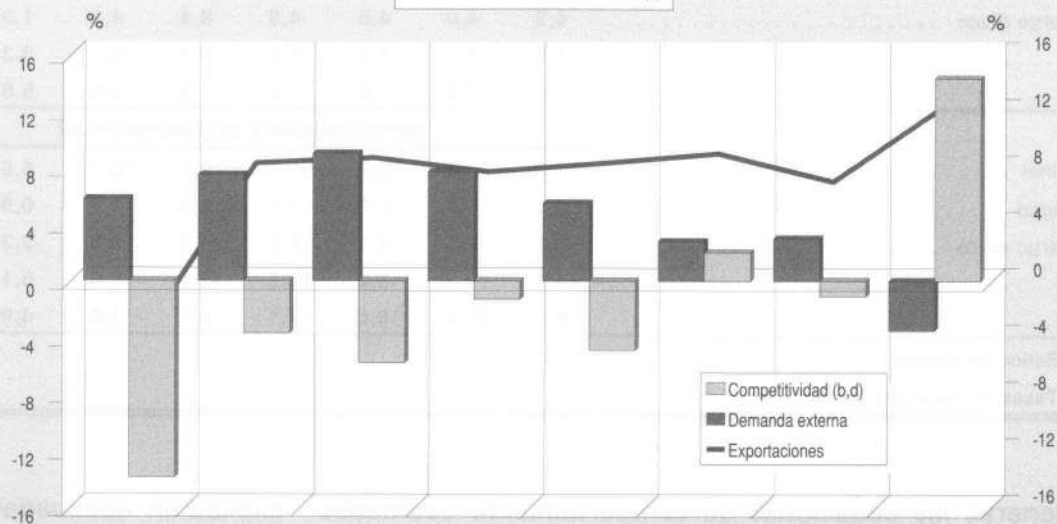


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España

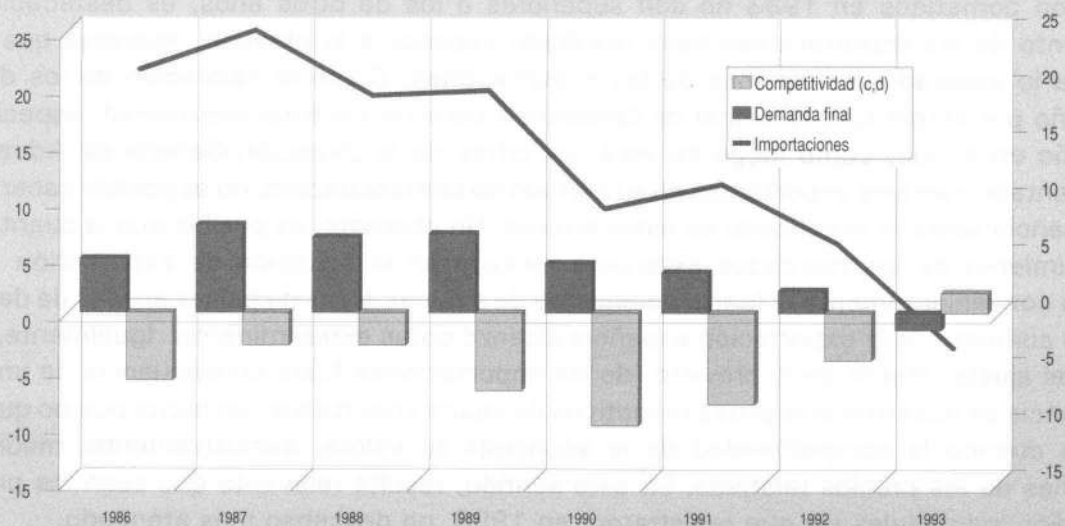
DETERMINANTES DEL COMERCIO EXTERIOR

GRAFICO NUM. 2

EXPORTACIONES DE BIENES (a)



IMPORTACIONES NO ENERGETICAS (a)



Fuentes: FMI, OCDE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de variación real.

(b) Inversa del deflactor de las exportaciones españolas en relación con los precios de exportación del resto de mundo, corregido por el tipo de cambio.

(c) Deflactor de las importaciones no energéticas españolas en relación con el índice de precios industriales no energéticos.

(d) Los valores positivos indican una ganancia de competitividad.

CUADRO NUM. 1

COMERCIO DE BIENES NO ENERGETICOS								
CONTRIBUCIONES DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS ^(a)								
	EXPORTACIONES NO ENERGETICAS							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Crecimiento de los mercados de exportación	4,2	5,5	6,5	5,6	4,0	2,1	2,3	-2,7
Competitividad	-9,6	-2,7	-4,2	-1,0	-3,6	1,5	-0,8	11,5
Senda de largo plazo	4,3	4,0	4,5	4,9	8,4	4,6	1,9	0,0
Total	-1,1	6,7	6,9	9,5	8,8	8,1	3,3	8,8
Observado	-4,9	7,3	7,6	7,3	7,3	9,5	5,6	11,2
	IMPORTACIONES NO ENERGETICAS							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Demanda final	13,8	22,4	19,4	20,1	13,1	10,7	6,5	-4,5
Competitividad	0,7	-0,2	0,0	3,1	3,3	1,8	0,9	-2,6
Senda de largo plazo	-0,3	-2,6	-4,1	-4,9	-4,3	-2,5	-2,3	-2,0
Total	14,1	19,7	15,2	18,3	12,1	9,9	5,1	-9,1
Observado	18,6	21,4	16,6	17,1	8,1	9,8	4,9	-4,4

Fuente: Banco de España.
^(a) Tasas de variación logarítmicas.

En general, las ecuaciones de comportamiento estimadas⁽⁵⁾ explicaron adecuadamente la evolución de los flujos comerciales reales durante el período, sin que exista evidencia de cambios significativos en los valores de los parámetros que recogen las relaciones de largo plazo, a pesar de los cambios estructurales registrados por la economía española. Aunque los errores de simulación cometidos en 1993 no son superiores a los de otros años, es destacable que el crecimiento de las exportaciones haya resultado superior a lo previsto, mientras que ha sido inferior a lo esperado el descenso de las importaciones. Como la valoración de los datos del último año por el Instituto Nacional de Estadística tiene un carácter provisional, especialmente en un año en el que, como luego se verá, las cifras de la Dirección General de Aduanas han experimentado cambios importantes en su método de contabilización, no es posible sacar ninguna consecuencia sobre el significado de estos errores. No obstante, es posible que la cuantificación del crecimiento de los mercados exteriores incluida en la ecuación de exportación no haya recogido convenientemente el fuerte dinamismo de algunas áreas de países en vías de desarrollo, donde el aumento de la exportación española alcanzó cotas extraordinarias. Igualmente, pudiera ser que el ajuste, menor de lo previsto, de las importaciones fuera consecuencia de una mayor dependencia de nuestros procesos productivos de *inputs* importados, un factor que no queda bien recogido cuando la competitividad de la economía se valora, exclusivamente, mediante las variaciones de los precios relativos. En este sentido, resulta relevante que sean los productos intermedios industriales los que registraron, en 1993, un descenso más atenuado.

⁽⁵⁾ Véase Buisán y Gordo, referencias de la nota número 4.

3. El comercio exterior en 1993: análisis por grupos de productos y áreas geográficas.

En el cuadro núm. 2, se presentan los datos del comercio exterior por grupos de productos y áreas geográficas, según las estadísticas de la Dirección General de Aduanas⁽⁶⁾.

Durante el año 1993, las exportaciones a la UE mantuvieron el bajo tono del año precedente, como consecuencia de la etapa recesiva en la que se encontraba la mayoría de los países de esta área. Las exportaciones de bienes de consumo registraron crecimientos apreciables, aunque muy inferiores a los de los años de expansión en las economías europeas, siendo las ventas de bienes de equipo y de productos intermedios las que se vieron afectadas, en mayor medida, por la baja posición cíclica de los países comunitarios. En el resto de las áreas consideradas, el dinamismo exportador del año 1993 alcanzó niveles excepcionales, rompiendo con los resultados muy negativos que se habían registrado en los años precedentes. La fase expansiva en la que se encuentran muchos de estos países y la depreciación especialmente intensa de la peseta frente al dólar, con la consiguiente ganancia de competitividad, explican los resultados de la exportación en Estados Unidos y en numerosos países en vías de desarrollo, que afectó, de forma casi general, a todos los grandes grupos de productos, aunque quizás, de forma más relevante, a la exportación de bienes de equipo y productos intermedios no energéticos.

Las pautas de comportamiento de la importación responden, con bastante exactitud, a las características de la demanda agregada de la economía española. Así, las importaciones de bienes de consumo, que habían mantenido crecimientos relativamente intensos hasta 1992, disminuyeron considerablemente en el pasado año, en consonancia con el comportamiento de este componente de la demanda. Las compras de bienes de equipo ya habían disminuido significativamente en 1992, y lo que hicieron fue acentuar aún más este descenso, en el año siguiente. En cuanto a los productos intermedios no energéticos, fueron, como ya se ha dicho, los que mantuvieron un tono más homogéneo, en relación con los años precedentes, que podría estar relacionado con la importante participación de estos bienes en los procesos productivos de numerosas industrias exportadoras. Debe tenerse en cuenta también que los precios de importación en pesetas de estos bienes son los que menos aumentaron en 1993 -y descendieron considerablemente en los años anteriores-, por lo que, tras sus tasas de variación nominal tan moderadas en los últimos años, se registran variaciones reales de mayor significación.

En el cuadro núm. 3 se pueden analizar los cambios que se han producido en nuestro patrón comercial, por grupos de productos y áreas geográficas, en los últimos años.

Comenzando por las segundas, se aprecia la fuerte concentración de nuestros intercambios comerciales en el área de la OCDE, y, dentro de esta, en los países de la UE. La presencia de nuestras exportaciones en el mercado de Estados Unidos sigue siendo poco relevante -a pesar de su crecimiento en 1993- y las importaciones procedentes de ese país han perdido peso relativo, a favor de los países comunitarios. Los extraordinarios aumentos de la exportación en los países en vías de desarrollo, durante el pasado año, han hecho que la presencia de nuestros productos en estos mercados haya recobrado cierto significado, aunque su importancia relativa sigue siendo escasa. De hecho, a pesar de la crisis que sufrió la mayoría de los países europeos, más del 50% de nuestras exportaciones, en el año 1993, se dirigió a las cuatro grandes economías comunitarias, procediendo de ellas el 48% de nuestras importaciones.

⁽⁶⁾ Los datos de este cuadro no son homogéneos con los de los epígrafes anteriores, debido a los cambios que se han registrado en las estadísticas aduaneras durante el año 1993. En un apéndice, al final de este artículo, se analizan dichos cambios, así como sus implicaciones para la valoración del comercio exterior en 1993 y en los primeros meses de 1994.

CUADRO NUM. 2

EVOLUCION DEL COMERCIO EXTERIOR

	Total												Bienes de consumo						Bienes de capital						Bienes intermedios no energéticos						Bienes intermedios energéticos						Tasas de variación nominal																																																																																																																																																																																																																																																																																																
	86-89			90			91			92			93			86-89			90			91			92			93			86-89			90			91			92			93																																																																																																																																																																																																																																																																																										
	86-89	90	91	92	93	86-89	90	91	92	93	86-89	90	91	92	93	86-89	90	91	92	93	86-89	90	91	92	93	86-89	90	91	92	93	86-89	90	91	92	93																																																																																																																																																																																																																																																																																																		
Exportaciones																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Total	6,0	9,7	7,7	9,8	13,8	8,2	14,7	14,7	10,8	15,5	11,1	9,4	4,7	19,1	12,5	5,2	3,2	7,0	8,6	12,7	-9,2	22,4	-35,0	11,5	6,7	10,0	10,6	9,6	7,9	9,2	10,0	15,3	16,0	9,5	13,2	18,7	11,6	-0,2	13,0	1,7	11,2	4,3	5,2	8,9	6,3	-15,0	0,2	8,1	-3,1	0,4	12,6	13,8	12,4	7,6	7,0	13,2	20,7	20,4	10,4	12,5	22,4	8,1	0,4	9,0	-2,0	13,9	7,1	6,7	9,2	3,0	-17,2	5,6	18,9	-9,0	-15,8	12,0	23,0	30,8	5,1	6,2	10,7	36,0	48,5	1,4	14,4	20,4	13,8	18,7	9,5	-11,3	14,3	15,4	17,9	8,2	1,5	-44,3	-48,9	2,7	29,8	471,5	12,0	16,1	7,0	8,3	5,7	10,9	22,4	12,3	11,8	12,5	19,2	15,2	-4,0	1,7	-6,2	13,5	9,5	4,1	7,1	2,2	-3,8	-2,1	36,1	-8,5	-42,7	10,6	-1,3	-6,9	6,0	24,9	9,5	-3,2	-6,1	8,0	40,0	29,8	-1,9	-20,9	-3,5	1,9	14,8	2,3	0,4	7,4	16,3	-8,4	-20,7	-9,2	19,3	19,7	14,2	23,8	17,5	1,6	-3,8	20,8	39,1	24,5	12,5	-7,1	23,0	-6,8	6,7	31,0	-6,6	14,9	2,7	1,8	8,9	-6,0	-15,6	37,3	91,4	-57,9	56,7	-1,0	-14,5	-9,8	6,5	18,1	-2,0	-18,1	-18,3	-3,3	16,6	-3,7	5,0	21,9	34,2	-24,1	3,0	-16,2	-2,9	7,7	27,7	-9,2	6,2	-26,3	22,3	43,4	-4,8	-4,6	12,3	12,9	14,7	-10,0	-10,0	17,0	16,5	-1,7	-1,5	17,5	56,0	11,9	1,0	-7,2	2,6	14,6	16,6	26,7	-10,2	-2,5	-9,6	-39,1	10,6	-8,8	-9,0	19,5	-25,8	20,5	-5,9	39,9	10,5	20,0	90,9	3,3	18,9	16,0	-54,5	6,5	-10,7	-23,6	21,4	-24,7	-16,3	15,5	-96,6	34,1	-	93,0	-1,1	7,1	1,7	33,3	58,4	-3,4	16,5	10,1	36,9	74,4	12,9	-4,9	-7,9	113,9	59,1	1,3	6,5	6,1	33,5	51,1	33,1	-23,6	-14,4	-34,5	115,1	17,5	2,0	43,1	-0,9	74,7	24,6	-23,4	-4,9	17,0	51,1	8,9	2,8	36,3	-1,0	79,2	17,6	4,4	67,9	-5,0	74,2	86,6	-	97,9	-	486,4	-8,0	6,9	7,3	18,8	29,2	-1,4	5,1	3,9	30,9	30,4	-2,5	10,7	32,6	37,6	18,5	-10,7	2,2	3,8	5,7	35,5	-6,1	12,4	8,9	3,6	57,1
Importaciones																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
Total	13,7	6,0	8,3	5,9	-2,0	39,3	11,1	18,9	23,0	-3,4	32,1	6,5	5,8	-7,1	-13,9	17,4	4,2	6,4	5,2	1,1	-9,8	6,3	-0,5	-3,0	6,0	22,6	7,1	8,8	6,2	-3,1	40,5	11,8	14,8	23,6	-3,8	31,3	6,9	5,5	-8,2	-15,1	18,4	5,2	6,9	5,7	1,2	-11,8	15,3	24,5	-7,7	19,9	26,6	10,1	9,8	7,5	-4,0	47,1	11,4	13,9	25,1	-2,8	33,5	6,8	8,3	-7,8	-22,5	20,3	9,0	6,9	6,1	1,5	10,3	35,9	24,9	-6,9	4,5	26,4	7,7	6,5	7,5	-9,3	48,0	2,7	6,5	27,3	-9,6	32,2	6,4	3,3	-7,1	-27,4	18,2	10,8	8,1	7,0	-1,1	45,1	34,9	-10,4	-28,0	-1,6	25,2	13,2	11,8	11,4	2,5	44,6	24,3	9,6	43,4	3,5	35,3	16,3	26,8	-9,6	-11,8	19,8	9,5	6,2	6,5	4,2	-8,3	11,2	12,5	24,0	-8,1	13,6	9,6	20,9	2,4	1,9	40,9	18,1	30,9	25,5	3,7	24,2	4,1	9,5	-15,3	-12,0	12,0	0,4	8,3	1,5	12,0	-30,6	95,9	87,4	-8,5	-12,0	38,2	8,5	6,5	4,0	-14,0	54,2	17,7	12,8	11,1	-16,3	38,4	0,9	0,5	-5,1	-32,7	32,1	8,3	6,9	7,1	-6,0	37,1	11,3	7,9	-17,7	70,8	9,3	-1,9	2,9	-2,6	-4,2	21,6	10,3	25,7	26,4	-2,8	27,5	13,4	-5,3	-15,3	-9,6	10,3	-13,7	9,4	1,2	-2,1	-12,9	2,7	19,9	-23,2	18,7	-6,9	4,9	6,0	-14,1	8,2	93,8	49,9	75,3	13,9	5,9	103,7	-44,1	20,8	57,6	47,2	5,8	9,0	8,9	-5,3	18,6	-7,7	4,5	3,9	-17,0	7,3	17,8	-11,2	-30,5	-34,7	-37,7	20,1	-16,5	31,6	-8,7	-33,0	27,9	-21,2	-34,8	-1,5	-32,2	21,3	-12,0	3,5	-25,6	-41,2	37,6	-8,1	-64,6	-78,9	-72,8	-5,6	-1,3	5,5	0,0	4,8	27,2	6,4	26,4	26,3	-12,2	56,4	16,0	-24,2	-10,7	252,0	7,7	-5,7	11,3	1,8	15,6	-11,3	10,6	-5,6	0,6	-9,9	43,2	1,1	24,3	6,2	-13,7	36,3	1,8	33,3	7,3	-17,7	59,0	-2,5	18,0	-0,1	-17,2	46,1	3,6	15,6	11,1	-3,2	-	-	333,5	-88,8	-99,1	0,7	5,9	21,1	33,9	-4,5	41,2	17,9	53,0	30,7	-2,1	64,3	11,1	37,8	57,3	-0,8	10,1	-5,4	-3,9	9,4	-3,5	20,7	23,6	18,1	112,5	-13,9

Fuente: Dirección General de Aduanas.

(*) Nuevos países industrializados asiáticos.

CUADRO NUM. 3

EVOLUCION DEL COMERCIO EXTERIOR

Porcentaje de participación

	Participación en el comercio total				Composición del comercio de área										
	1986		1989		1993		1986		1989		1993				
	B. consumo	B. capital	B. intermedios	B. consumo	B. capital	B. intermedios	B. consumo	B. capital	B. intermedios	B. consumo	B. capital	B. intermedios			
Exportaciones															
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,8	11,2	50,1	36,6	13,5	49,7	41,8	14,0	44,2
OCDE	77,5	81,6	78,9	78,9	78,9	78,9	43,8	9,6	46,5	40,7	12,3	47,0	47,3	11,0	41,6
UE	60,5	66,9	66,7	66,7	66,7	66,7	42,5	10,3	47,2	39,8	13,3	46,8	48,9	10,5	40,6
Alemania	11,7	12,0	14,6	14,6	14,6	14,6	43,5	13,1	43,3	38,3	15,9	45,8	49,9	11,6	38,5
Francia	18,1	19,5	18,8	18,8	18,8	18,8	48,0	10,5	41,4	42,9	13,6	43,4	52,2	10,1	37,7
Reino Unido	8,9	10,1	8,3	8,3	8,3	8,3	47,9	10,9	41,2	44,5	16,0	39,5	50,2	10,1	39,7
Italia	7,9	9,4	9,1	9,1	9,1	9,1	38,1	8,5	53,4	39,9	10,4	49,7	50,9	8,9	40,3
EEUU	9,2	7,5	4,9	4,9	4,9	4,9	51,0	6,0	43,0	47,4	5,7	46,8	36,9	7,7	55,4
OPEP	5,6	3,9	3,7	3,7	3,7	3,7	25,7	9,7	64,6	22,0	11,6	66,2	19,2	12,2	68,6
Antiguo COMECON	2,9	2,1	1,4	1,4	1,4	1,4	11,6	30,2	58,2	12,0	24,1	63,9	43,6	16,6	39,9
Resto de América	4,8	3,7	5,7	5,7	5,7	5,7	20,9	21,5	35,1	16,7	29,9	40,1	22,2	38,7	39,0
NIC ^(a)	0,9	1,2	2,1	2,1	2,1	2,1	22,4	8,4	69,2	25,8	8,8	65,4	13,1	8,7	78,2
Resto del mundo	8,8	6,6	7,8	7,8	7,8	7,8	19,7	13,2	67,0	18,8	19,3	61,8	19,9	26,2	53,8
Importaciones															
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	14,9	15,6	69,6	20,9	20,9	58,1	27,6	15,8	56,6
OCDE	71,8	77,7	78,3	78,3	78,3	78,3	16,9	20,9	62,2	21,9	25,4	52,6	27,8	18,6	53,6
UE	50,5	56,9	59,7	59,7	59,7	59,7	17,5	20,6	61,9	24,4	23,7	51,8	30,9	15,7	53,4
Alemania	15,1	16,2	15,2	15,2	15,2	15,2	14,1	25,5	60,5	23,0	27,8	49,2	25,8	18,4	55,8
Francia	11,8	13,8	16,7	16,7	16,7	16,7	13,8	15,5	70,7	20,2	18,9	60,7	28,3	15,4	56,3
Reino Unido	7,7	6,5	7,6	7,6	7,6	7,6	16,2	16,8	66,9	24,3	25,2	50,4	35,4	15,5	49,1
Italia	7,3	9,9	8,6	8,6	8,6	8,6	21,6	29,9	48,5	25,0	31,3	43,7	29,9	19,6	50,5
EEUU	9,9	9,1	7,2	7,2	7,2	7,2	4,7	18,1	77,2	5,7	30,4	63,8	10,3	26,5	63,2
OPEP	11,2	7,4	6,5	6,5	6,5	6,5	0,2	0,0	99,7	2,0	0,1	97,8	6,2	0,2	93,6
Antiguo COMECON	2,0	2,7	0,6	0,6	0,6	0,6	17,1	4,6	78,4	13,4	5,2	81,4	36,0	7,1	57,0
Resto de América	6,8	4,6	4,2	4,2	4,2	4,2	9,1	0,5	87,4	15,4	2,0	79,5	21,0	5,1	73,9
NIC ^(a)	1,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	55,4	23,7	20,9	45,3	28,2	26,5	47,2	23,3	29,5
Resto del mundo	6,6	5,2	7,1	7,1	7,1	7,1	12,6	0,8	86,6	28,4	3,8	67,7	39,9	5,6	54,5

Fuente: Dirección General de Aduanas.

(a) Nuevos países industrializados asiáticos.

La economía española se está especializando en la exportación de bienes de consumo, a costa de los productos intermedios, mientras que el peso relativo de las ventas de bienes de capital sigue siendo poco relevante. En los países de la UE, las exportaciones de bienes de consumo son ya el 47,3% del total, superando ampliamente a los productos intermedios. Las exportaciones de bienes de equipo alcanzan cierta significación en algunos mercados de países en vías de desarrollo, en especial, en América Latina.

En cuanto a las importaciones, seguimos siendo demandantes, principalmente, de productos intermedios, aunque el descenso registrado en los precios energéticos durante algunos años ha hecho disminuir su porcentaje de participación. La apertura comercial de la economía ha incidido de forma especial en la importación de bienes de consumo, pero su peso relativo sigue estando muy alejado del que se registra en otros países industrializados. La importación de bienes de capital es, lógicamente, la que más fluctúa, de acuerdo con la evolución cíclica de la economía, dada la alta dependencia de la inversión española en bienes de equipo de productos adquiridos en los mercados exteriores de países desarrollados.

4. Evolución del comercio exterior en el primer cuatrimestre de 1994. Perspectivas.

En los epígrafes anteriores se han analizado los factores determinantes básicos del comercio exterior, cuya evolución en los últimos años supuso, primero, una fuerte expansión del déficit comercial, que incidió sobre el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente, limitando las posibilidades de crecimiento de la economía; posteriormente, en 1993, el déficit comercial se redujo considerablemente -y con él el de la balanza corriente-, convirtiéndose la demanda exterior neta en el motor de la recuperación de la actividad económica, que comenzó a percibirse a mediados de ese año y se está consolidando en la primera mitad de 1994.

Durante los cuatro primeros meses del año 1994, las exportaciones de mercancías mantuvieron un dinamismo extraordinario. Aunque sus tasas de variación nominal, con respecto a los mismos meses de 1993, están sesgadas al alza -por razones que se analizan en el apéndice incluido al final de este artículo-, cualquier corrección que se realice en las cifras, con el fin de paliar dicho sesgo, sigue mostrando un impulso de la exportación excepcional, que ha arrastrado a la actividad industrial, tal como confirman todos los indicadores disponibles del sector. Incrementos reales de la exportación de bienes superiores al 15% son una estimación prudente de su comportamiento en este período.

La recuperación que se inicia en las economías europeas está potenciando el crecimiento de los mercados exteriores, y, aunque los precios de exportación aumentaron un 4,9% en los cuatro primeros meses de 1994, los niveles actuales del tipo de cambio -las monedas de los países desarrollados se apreciaron, en el promedio del período enero-abril de este año, un 15%, aproximadamente, con respecto a los mismos meses de 1993 -siguen garantizando ganancias de competitividad apreciables en los mercados exteriores. El crecimiento de la exportación por grupos de productos y áreas geográficas tiene un carácter generalizado, siendo destacable, únicamente, en relación con las pautas registradas en el pasado año, la fortaleza de la exportación a los países de la UE, prácticamente sin excepción.

En cuanto a las importaciones, los síntomas de recuperación que se apreciaron ya en los datos de los últimos meses de 1993 se están viendo confirmados en 1994. Una estimación, igualmente moderada, de su crecimiento real en el período enero-abril lo situaría claramente por encima del 5%. Es destacable el dinamismo que registran las compras de bienes intermedios,

energéticos y no energéticos, así como, en los últimos meses del período, las importaciones de bienes de capital. La adquisición de bienes de consumo alimenticio es muy elevada, mientras que los bienes de consumo no alimenticio mantienen una relativa atonía, aunque lejos de los resultados tan negativos del año precedente.

Puede afirmarse, por tanto, que la recuperación de las importaciones responde en su estructura a la evolución de la demanda agregada: fuerte crecimiento exportador, que arrastra a las importaciones de productos intermedios, y síntomas de recuperación, más débiles, del consumo y la inversión en equipo, esta última fuertemente dependiente de las compras exteriores, por lo que su impacto en la importación es inmediato. En cuanto a la competitividad, los precios de importación en pesetas aumentaron un 7,3% en los cuatro primeros meses del año, lo que, dado el aumento experimentado por los precios industriales (4,1%), hace que la ganancia de competitividad de nuestros productos en el mercado interior, aunque se mantiene, sea mucho más limitada que la alcanzada por los bienes exportados, igual que ocurrió en 1993. La contrapartida al incremento experimentado por los precios industriales es, como ya se dijo, una importante recuperación de los márgenes de rentabilidad de las empresas.

Aunque las exportaciones mantengan su dinamismo en el resto del año, no es previsible que se confirmen las tasas de aumento interanual actuales, ya que los datos de los próximos meses se irían comparando con un período del año 1993 en el que su crecimiento era excepcional. La aceleración de las importaciones se mantendrá, si se confirma la recuperación de la demanda, con lo que el déficit comercial en el conjunto del año podría situarse en torno al 3,5% del PIB nominal, cifra inferior a la del año precedente y que supondría, como ya se dijo, un equilibrio, o incluso un ligero superávit, de la balanza de pagos por cuenta corriente.

Puede concluirse, por tanto, que el déficit comercial es extraordinariamente sensible a la posición cíclica relativa de la economía española, tal como reflejan las altas elasticidades de las exportaciones e importaciones al crecimiento de la demanda exterior y de la demanda nacional, respectivamente. Pero, además, ambas variables responden, con una intensidad notable, a las variaciones de la competitividad, siendo igualmente significativas y elevadas sus elasticidades precio. La apertura al exterior de la economía y su creciente integración en los mercados internacionales hacen que las tensiones competitivas no se manifiesten directamente, con toda su intensidad, mediante cambios acusados de los precios relativos de los bienes españoles con respecto a los del resto del mundo, salvo en momentos de fuertes modificaciones en los tipos de cambio nominales. En los últimos años, las empresas abiertas a la competencia exterior -en el interior o en los mercados internacionales- ajustaron sus precios a los de los competidores, por lo que absorbieron los aumentos de costes a través de la compresión de sus márgenes comerciales, con la reducción consiguiente de sus *ratios* de rentabilidad. Las ganancias de productividad que se precisan para hacer frente a la presión de los costes laborales se alcanzaron, rápidamente, mediante ajustes drásticos en los niveles de empleo, mientras que la caída en los márgenes de rentabilidad han condicionado los planes de inversión de las empresas industriales.

La fase depresiva atravesada por la economía española, que alcanzó su máxima intensidad en la segunda mitad de 1992 y en la primera de 1993, junto con las devaluaciones registradas por el tipo de cambio de la peseta, permitieron, como ya se ha dicho, una fuerte corrección del déficit comercial. Sin embargo, las estimaciones que se han realizado sobre el déficit estructural *latente* en la economía española⁽⁷⁾ muestran que, en la reducción del déficit exterior ha influido,

(7) Véase: La Balanza por Cuenta Corriente en 1993. Balanza de Pagos de España en 1993, p. 63. Banco de España.

de forma determinante, la posición cíclica de la economía, por lo que, cuando cambie dicha posición, el déficit podría situarse, de nuevo, en niveles elevados.

Para que el déficit exterior no vuelva a convertirse en un factor limitativo del crecimiento potencial de la economía, en un contexto de expansión cíclica y estabilidad del tipo de cambio, es necesario que las ganancias de competitividad adquiridas en el pasado año se consoliden y se fortalezcan, dotándolas de unos fundamentos que deben basarse en la moderación de los costes interiores y en unas mejoras de la productividad compatibles con la creación de empleo. De esta forma, las empresas expuestas a la competencia exterior, las más dinámicas, podrán mejorar sus niveles de rentabilidad: una condición necesaria para que la inversión productiva aumente, y, con ello, el potencial de crecimiento no inflacionista de la economía.

APENDICE

Las estadísticas del comercio exterior. Consecuencias de los cambios introducidos en la cuantificación del comercio intracomunitario.

La supresión de las fronteras para los intercambios comerciales entre los países de la UE, a partir del 1 de enero de 1993, ha supuesto un cambio trascendental en la información estadística del comercio exterior, habiéndose producido una ruptura en la homogeneidad de las series históricas disponibles, de muy difícil solución. Se mantiene, sin embargo, el carácter homogéneo de las series del comercio con terceros países.

El Consejo de la UE puso en práctica el Sistema Intrastat, con el fin de establecer unos mecanismos de recogida de datos comunes para el comercio intracomunitario. Para su implantación, se permitieron dos alternativas: acceder a la información mediante la utilización de las declaraciones del Impuesto sobre el Valor Añadido, o crear unas declaraciones específicas, separadas de las del IVA. En España, como en la mayoría de los países comunitarios, se optó por la segunda alternativa, aunque también se utilizan las declaraciones trimestrales del IVA para las operaciones comerciales de menor cuantía.

En los primeros meses de 1993, se observó una falta de respuesta considerable en las declaraciones de los distintos operadores -lógica, al inicio de un nuevo sistema-, que estaba distorsionando el significado de los datos, al compararlos con los correspondientes del año 1992. Con el fin de paliar, en la medida de lo posible, este problema, el Departamento de Aduanas de la Agencia Tributaria decidió realizar estimaciones que completasen las declaraciones mensuales recibidas, a través de un procedimiento en el que se tenían en cuenta los censos de operadores de años anteriores y las variaciones de estos censos, así como las pautas de comportamiento que se apreciaban en los datos aportados puntualmente por los declarantes. Conforme avanzó el año, el grado de respuesta fue aumentando considerablemente, asignándose las declaraciones recibidas con retraso, provisionalmente, al mes en que estuvieron disponibles, y no a aquel en que tuvo lugar la transacción comercial. Hubo que modificar, por tanto, los criterios de estimación, que cada vez resultaban menos necesarios. Estos datos, con estimación, los únicos disponibles en ese momento, fueron los utilizados por el INE para la elaboración de sus cuentas trimestrales, y son los que se han analizado en los epígrafes 1 y 2 de este artículo.

Al comenzar 1994, el departamento aduanero decidió que no tenía sentido mantener ningún tipo de estimación, ya que, además de razones de naturaleza estadística, el grado de respuesta era ya considerablemente elevado. Se publicaron nuevos datos para el año 1993, excluyendo las estimaciones, con lo que, en principio, las cifras de 1994 se podrían comparar con unos valores del año precedente valorados con criterios homogéneos. La ruptura de la serie se trasladó, por tanto, a enero de 1993, momento en el que entró en vigor el nuevo sistema.

Los datos de 1993, sin estimación, son los que se han incluido en los cuadros núm. 2 y 3 de este artículo, al analizar el comercio exterior por grupos de productos y áreas geográficas, y estos datos son, igualmente, los que sirven como base de comparación a las cifras disponibles para el primer cuatrimestre de 1994, que se comentaron en el epígrafe 4. Para la correcta interpretación de estos datos deben tenerse en cuenta las siguientes precisiones:

- a) Las cifras de 1993, sin estimación, suponen, lógicamente, una revisión a la baja de las tasas de crecimiento nominal de las exportaciones e importaciones de bienes en 1993, en relación con los incrementos que registran estas magnitudes en las cuentas nacionales trimestrales disponibles. Como la revisión es similar en exportaciones e importaciones, los resultados en términos de saldos y la aportación de la demanda exterior neta real al crecimiento del producto no sufren variaciones significativas.
- b) Los datos de 1993, sin estimación, siguen teniendo un carácter muy provisional, pues son aún incompletos y su periodificación mensual está distorsionada. Son incompletos, porque no incluyen todas las declaraciones del año 1993 (por no encontrarse cerrados los registros aduaneros de ese año en el momento de su publicación), ni los flujos comerciales de menor cuantía que se obtienen a través de las declaraciones trimestrales del IVA. Y están mal periodificados, porque, como ya se dijo, Aduanas asigna, provisionalmente, las declaraciones al momento de su recepción, y no al mes al que corresponde la operación comercial en ellas recogida.

Cuando el departamento de Aduanas publique los datos definitivos de 1993, las tasas de variación de las exportaciones e importaciones de mercancías volverán a revisarse al alza, no excluyéndose la posibilidad de que se aproximen considerablemente a las recogidas en las cuentas nacionales, lo que supondría, en último término, un contraste favorable de los criterios de estimación que estuvieron vigentes en 1993.

- c) Finalmente, como los datos provisionales de Aduanas están mal periodificados, las tasas de variación de las cifras disponibles para 1994 están sesgadas al alza, a pesar de haber sido elaboradas en ambos años con criterios homogéneos. La razón es, como ya se ha dicho, la falta de respuesta de los operadores en los primeros meses del pasado año, por lo que, al haberse suprimido la estimación, sus valores están claramente infravalorados. Este problema no se solucionará hasta que Aduanas publique los datos definitivos de 1993, que, como es habitual, estarán bien periodificados. Como es lógico, el sesgo al alza es especialmente importante en los primeros meses del año, y se va reduciendo en meses sucesivos, ya que los datos de 1993 de referencia van incorporando las declaraciones retrasadas de meses anteriores, lo que atenúa su infravaloración.

UNA DESCRIPTIBLE MEJORA DE LA BALANZA COMERCIAL

Ernest Lluch

En diciembre de 1992 publicaba en estas mismas páginas un toque de atención, nada exagerado a mi entender, sobre la gravedad del déficit de la balanza comercial. Contrastaba mi posición con una ignorancia casi sistemática de lo que significaba un déficit de la balanza comercial que había sobrepasado, ya en mucho, los 30 millones de dólares anuales. El olvido de las limitaciones de la economía española parecía dejarse sentir hasta olvidar que en repetidos períodos históricos de crecimiento esta limitación exterior había acabado cegando, por una u otra vía, la continuación de la expansión.

Eran momentos en que las denominadas cuatro condiciones de Maastricht se había popularizado. Cuatro condiciones que me continúan pareciendo justas cuando estaban demasiado de moda en aquel entonces como ahora en que hay una cierta tendencia a olvidarlas: precios, tipo de interés, déficit presupuestario y deuda pública. Por mi parte añadía, como quinto índice a vigilar, el de la balanza comercial, no solamente por el conocimiento de nuestra historia económica sino por el gran volumen del déficit apuntado. En un ejercicio algo arriesgado pero, opino, oportuno deduje, a partir de unas estimaciones de Paul Krugman, que el déficit de la balanza comercial puede significar al menos dos efectos negativos. El primero es que se importan, con el citado volumen de déficit, unos 800.000 empleos años y que, pese al turismo, la necesidad de asegurar entradas de capital compensatorias implica que los tipos de interés internos tengan que ser sustancialmente más elevados.

La gravedad que a mi entender tiene el déficit de la balanza comercial hacía que presentara entonces un conjunto de medias de política económica que contrastaban vivamente con lo que entonces era la política defendida por el Ministro de Economía y Hacienda, Carlos Solchaga Catalán. Apuntaba, por ejemplo, la conveniencia de un tipo de cambio más realista puesto que era una opinión bastante unánime que la cotización de la peseta, como la de la lira, estaba realmente muy sobrevalorada. Señalaba también que, si a la presión inevitable por el grillete exterior hacia unos tipos de interés altos, le sumamos un déficit presupuestario absolutamente inexplicable a la salida de un período de alto crecimiento, nos podíamos encontrar con efectos maléficis para nuestra estructura productiva cada vez de más entidad. Efectos que se suman a los de una entrada abrupta y tardía en la Comunidad Europea.

El mejor encauzamiento de la política económica, junto con la entrada en un período de tasas de crecimiento económico limitadas o irrisorias, ha hecho que la balanza comercial mejorara. Como se puede ver en el primer cuadro adjunto, los dos países que tenían unas monedas más sobrevaloradas, como es el caso de la italiana y la española, han obtenido recompensas a su mayor nivel de realismo valutario cambiando substancialmente la cuantía de su déficit comercial. En el caso de Italia, al ser un déficit relativamente limitado a finales de 1992, hemos podido comprobar como se ha pasado a un superávit de cierta consideración. En el caso de España, el déficit de 36.600 millones de dólares, hace imposible haber entrado en cifras positivas pero al menos se ha reducido el déficit a la mitad.

Sin embargo, ni en el caso italiano, pero sobre todo en el caso español, insisto con cifras negativas, no puede hacerse ningún balance triunfalista puesto que el hecho del menor crecimiento interno ha sido también eficaz en cuanto a la disminución de las importaciones. Ello no obsta para que no podamos saludar con un alto signo de alegría el aumento de las exportaciones y, por lo tanto, el carácter emprendedor de algunas de nuestras empresas ante una situación valutaria más favorable pero con una situación económica internacional nada favorable, lo que valora su carácter dinámico propio.

No todo es positivo, puesto que si continuamos atendiendo al cuadro adjunto, veremos que, pese a la mejora que España ha experimentando, continuamos siendo el tercer país del mundo con mayor déficit. La atonía británica combinada con una ligera recuperación ha hecho que hayamos podido ganar posiciones en términos relativos más en términos absolutos. El país con mayor déficit, los Estados Unidos, aporta al menos dos lecciones. La primera es que su déficit no ha parado de aumentar hasta casi doblarse y presentar problemas bastante difíciles de resolver. Mas, por otro lado, hay que señalar que, pese a la provocada y recomendable actuación para devaluar el dólar con respecto al yen, la mejora de las exportaciones norteamericanas no ha experimentado tasas substanciales positivas. Añadamos que el alto crecimiento económico interior ha significado que las importaciones en el pasado 1993 hayan aumentado un 12%, pero que si se examina el comportamiento de las importaciones de bienes de equipo industriales veremos que el aumento ha alcanzado hasta un 20%. Por lo tanto, las dificultades estadounidenses no han dejado de existir y la evolución del dólar no ha sido suficientemente positiva en sus consecuencias.

CUADRO NUM. 1

BALANZA COMERCIAL

	Nov. 91-Nov. 92	Mayo 93- Mayo 94
Austria	+ 1,6	-0,3
Bélgica	-3,2	-1,9
Canadá	+5,9	+8,4
Francia	+4,4	+15,9
Alemania	+25,6	+40,8
Holanda	+8,0	+9,5
Italia	-10,5	+18,7
Japón	+131,5	+142,8
España	-36,6	-17,5
Suecia	+6,6	+8,2
Suiza	-1,9	+2,5
Reino Unido	-22,4	-19,3
Estados Unidos	-75,5	-140,0

La mayor parte de países han visto que la creación del mercado único en una situación de estancamiento económico no ha tenido unos efectos espectaculares sino que se puede afirmar que el comercio exterior europeo que es el más importante para la Unión Europea se ha estancado, por lo que las variaciones de los saldos son prácticamente insignificantes fuera de algunos casos. Estos dos casos son, sobre todo, Francia, con una mejora sustancial y Alemania que no le queda a la zaga pese a su situación interna realmente difícil. Sin embargo, hay que deducir de lo acontecido en el año 1993 que, ante una situación de decadencia económica, los

efectos de creación de comercio del mercado único no ha sido de por sí suficientes para cambiar la situación.

Si situamos la evolución del comercio exterior español en un ámbito más amplio veremos que la recesión ha revelado, con una cierta violencia, las pérdidas de competitividad en términos de precios de los exportadores europeos y su dificultad creciente en enfrentarse con los recién llegados en el mercado internacional. Los nuevos países industrializados asiáticos continúan avanzando con firmeza. Obtuvieron ya el 11% de las exportaciones mundiales en 1991, cuando en el decenio anterior solamente alcanzaban la mitad de esta cifra. Esta presencia creciente en los últimos meses, ha tenido un reflejo directo especialmente sensible en los Estados Unidos, donde han empezado a cubrir volúmenes importantes de importaciones. El efecto sobre Europa ha sido más bien indirecto que directo. Es decir, que las importaciones del sudeste asiático a los Estados Unidos han venido a sustituir importaciones europeas. Ello quiere decir, naturalmente, que si hay una recuperación económica europea como la que se está apuntando y confirmando, nos podemos encontrar con que el efecto casi explosivo de las exportaciones del sudeste asiático hacia los Estados Unidos pueden tener, no solamente una influencia indirecta sobre Europa, sino también directa. En este contexto, la fragilidad de la situación española podría volver a aumentar.

En la serie estadística 1984-1994 se puede observar con toda claridad que hasta la apertura europea de 1986, coincidente con el inicio de un período económico ascendente, el déficit comercial, en términos de PIB, no era considerable. El hecho de que en 1957 no pudiéramos firmar el Tratado de Roma ni incorporarnos posteriormente a la Comunidad Económica Europea debido al "efecto Franco" doblado del Informe Kolvenbach que impedía el ingreso de países no democráticos, hizo que nuestra entrada no se verificara hasta 1986. La adaptación, que nunca se hace mientras no nos enfrentamos a hechos consumados, la tuvimos que hacer en un plazo de tiempo muy breve y sin precedentes. Donde el resto de países tuvo casi treinta años nosotros tuvimos poco más de un lustro con las consecuencias reflejadas en el cuadro núm. 2. Consecuencias parecidas a las que se reflejan en otro país parecido desde este punto de vista como Grecia. La estabilidad de Estados Unidos en la zona de números rojos y la de Japón y Alemania en la zona de números negros son un claro contraste. Estabilidad extensible a un número notorio de otros países. Solamente la aparición de la industrialización asiática altera el panorama. Si hiciésemos otros cuadros destacaríamos también el elevado crecimiento del comercio intraeuropeo.

En resumen, pienso que se puede afirmar que el déficit de la balanza comercial se ha reducido a la mitad, en parte, por razones de una política más adecuada como es la de una divisa valorada de una manera realista o de un déficit presupuestario que apunta a que está creciendo menos, pero también, en otra parte, debido a un desánimo que la demanda interna que si desaparece, como se espera y como se desea, puede volver a empeorar. En las últimas semanas se han detectado síntomas de que la recuperación modesta anotada tiene u origina una propensión a importar más que proporcional. En consecuencia, la balanza comercial tiene que continuar preocupando y situándose como uno de los centro de atención, a mi entender el más importante, de la situación económica española. No se trata de decir cual es la variable más importante objetivamente sino que se trata al menos, de dos cosas. A mi entender y en mi experiencia muchos de los problemas que afectan a la economía española los entiende mejor la ciudadanía a través de un análisis de la balanza comercial que de cualquier otra variable, puesto que el déficit comercial es, en definitiva, el resultado de fuerzas de flujo y de reflujo que nos afectan y muestra relación con la economía mundial. Mas por otro lado, tiene que ser importante por el temor de que una mejoría de nuestra situación económica interior, puede ser más fuerte en multiplicar importaciones que la mejora de las variables económicas de fondo de orden interno que hemos

apuntado. En definitiva, estamos ante una describable mejora de la balanza comercial que no basta para disipar su tradicional papel de grillete de nuestro crecimiento económico. El déficit no puede volver a sobrepasar los 36 mil millones de dólares en parte por una política económica más realista pero sí superar los 20-25 mil millones, lo que presionará negativamente sobre nuestro tipos de interés y el nivel de empleo. La mejora notoria del turismo en el verano del 94 y la situación tétrica del Mediterráneo con nacionalismos exacerbados, fundamentalismos religiosos, guerras y terrorismos diversos, hará que en bastantes años esta actividad sea un lenitivo aunque no total.

CUADRO NUM. 2

BALANZAS COMERCIALES EN LA OCDE										
(En miles de millones de dólares)										
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
EE.UU.	-112,5	-122,1	-145,1	-159,5	-127,0	-115,9	-108,1	-73,6	-74,1	-82,5
Japón	44,3	56,0	92,8	96,4	95,0	76,9	63,5	103,3	124,9	129,7
Alemania	23,1	28,8	56,1	70,5	79,9	77,9	73,1	24,3	32,8	40,0
Francia	-4,1	-5,4	-2,8	-9,2	-8,5	-10,1	-12,9	-9,3	0,7	0,4
Italia	-5,8	-6,2	4,2	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	-0,2	1,7	2,1
Reino Unido	-7,1	-4,3	-14,0	-18,9	-38,5	-40,2	-33,1	-17,9	-19,7	-21,5
Canadá	16,0	12,6	7,7	9,0	9,3	6,7	9,9	7,5	5,5	6,7
TOTAL DE LOS 7 PAISES	46,2	-40,7	-1,0	-12,1	9,2	-6,9	-7,1	34,2	70,3	71,2
Austria	-3,4	-3,3	-3,9	4,9	-4,9	-5,5	-6,9	-9,8	-12,2	-12,8
Bélgica-Luxemburgo	-0,8	-0,2	1,1	0,8	1,9	1,1	0,8	0,1	1,8	3,4
Dinamarca	-0,2	-0,7	-1,1	0,8	1,9	2,4	4,9	4,8	5,5	5,8
Finlandia	1,5	0,9	1,6	1,4	1,1	-0,2	0,7	2,2	4,7	6,4
Grecia	-4,2	-6,1	-4,4	-5,5	-6,1	-7,4	-10,2	-10,4	-10,9	-11,8
Islandia	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Irlanda	0,3	0,6	1,1	2,6	3,8	4,0	4,0	3,2	4,0	4,4
Países Bajos	5,5	5,4	7,2	5,1	8,5	8,1	10,3	12,2	14,4	16,2
Noruega	5,2	4,7	-2,1	-0,7	-0,2	3,8	7,5	9,0	9,0	9,4
Portugal	-2,0	-1,5	-1,7	-3,6	-5,5	-4,9	-6,8	-7,8	-8,2	-9,0
España	-4,3	-4,2	-6,5	-12,8	-18,0	-24,6	-29,5	-30,5	-33,8	-33,0
Suecia	3,4	2,3	5,1	4,5	4,8	4,0	2,5	5,7	7,0	8,1
Suiza	-2,3	-2,0	-2,0	-3,1	-3,2	-4,1	-3,2	-2,2	-1,0	0,0
Turquía	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-1,8	-4,2	-9,6	-7,4	-7,4	-7,7
Australia	-0,9	-1,3	-2,1	-0,5	-1,0	-4,0	-0,1	3,4	2,8	2,3
Nueva Zelanda	-0,5	0,0	0,1	0,6	2,1	1,0	0,8	1,5	1,7	2,1
TOTAL OCDE	-52,0	-48,0	-11,4	-30,7	-7,3	-37,2	-41,8	8,9	47,8	51,2

LA RESTRICCION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Jaime Requeijo

Catedrático de Economía Aplicada (UNED y CUNEF)

Una pregunta de fácil respuesta.

Después de un período, el 1989-92, de amplios desequilibrios en la cuenta corriente exterior de la economía española, desequilibrios que superaban el 3% del Producto Interior Bruto, el sector exterior ha comenzado a mejorar: en 1993 el déficit fue sólo de un 1% y, en el primer trimestre de 1994, se ha reducido hasta el 0,9%. Esa mejoría refleja, por una parte, la profunda recesión iniciada en 1992 y, muy especialmente, las devaluaciones de la peseta habidas a partir de Septiembre de 1992, devaluaciones que, en términos de tipo de cambio efectivo real, han situado la competitividad-precios de la economía española en los niveles de 1987.

¿Puede esa mejora de la cuenta corriente hacernos olvidar la restricción exterior, es decir el límite que las transacciones autónomas de la Balanza de Pagos imponen a nuestra capacidad de crecimiento? La respuesta es, necesariamente, negativa y lo es por tres razones fundamentales: por la integración de nuestra economía en el mercado único europeo, por la naturaleza del déficit corriente y por el peso del endeudamiento exterior.

La mayor sensibilidad del sector exterior en una economía abierta.

España es miembro de la Unión Europea y, por lo tanto, forma parte de su mercado único; lo que significa que, con respecto a los socios comunitarios, el comercio se produce sin traba alguna puesto que ni siquiera existen las fronteras físicas. Con relación a terceros países la protección también se ha reducido sustancialmente dado que, con el resto de Europa Occidental, existe una zona de librecambio industrial y, frente a los demás países, las barreras exteriores comunitarias son menores que las que protegían, tradicionalmente, la economía española.

Esa integración de nuestra economía con la comunitaria y su mucha mayor comunicación con el resto del mundo, integración y comunicación que se ven acrecentadas por la libertad de movimientos de capital, ha hecho que las elasticidades-renta y precios de exportación e importación se hayan elevado y que, en consecuencia, el comportamiento de algunas de las variables fundamentales de nuestra economía tenga un reflejo mucho más rápido en el sector exterior: el crecimiento del producto tira de la importación de bienes y servicios con más fuerza que antes de 1986; la pérdida de competitividad debida, por ejemplo, al aumento del diferencial de inflación frena, de manera más directa, las exportaciones y dilata las importaciones. Esa es la razón por la cual, como ya se ha señalado, la cuenta corriente exterior ha mejorado en los últimos tiempos pero también es ésta la razón por la que un mayor ritmo de crecimiento o de inflación la debilitarían velozmente.

La naturaleza del déficit corriente.

El saldo corriente exterior es idénticamente igual a la diferencia entre el ahorro privado, de un lado, y la inversión privada y el déficit público, del otro. Es decir, siendo C el saldo corriente, S el ahorro privado, I la inversión privada, T los ingresos públicos y G los gastos su relación vendría expresada por la identidad:

$$C \equiv (S - I) + (T - G)$$

y, cuando T es menor que G, es decir cuando existe un déficit público de valor D, la identidad podría reescribirse de la forma siguiente:

$$C \equiv S - I - D$$

El significado de esa identidad no ofrece demasiadas dudas: para valores iguales del ahorro y la inversión privados, el déficit corriente sería igual al déficit público; para que el déficit no tenga su reflejo en las cuentas exteriores, es preciso que el ahorro privado pueda financiar a un tiempo la inversión privada y el desequilibrio de las cuentas públicas; por lo general, el déficit público se plasmará, con mayor o menor intensidad, en el desequilibrio exterior. Déficit corriente y déficit público mantienen, en el caso español y para el período 1987-1993, una clara relación, como puede verse en el gráfico núm. 1.

Observando el gráfico se advierte la influencia que el déficit público tiene en el desequilibrio exterior dado que, salvo en 1989, su valor es muy superior, en porcentaje del producto total, al del déficit corriente. Es decir, el déficit exterior viene generado no por un exceso de la inversión privada respecto del ahorro privado sino por la presencia continuada de un amplio déficit público.

Pero los déficit públicos, a su vez, pueden representar orígenes distintos: pueden deberse a un crecimiento muy fuerte de la inversión pública o derivar de un aumento continuado de los gastos corrientes. En el primero de los casos se estaría potenciando la capacidad productiva del país y, consecuentemente, el desequilibrio exterior tendería a autocorregirse; en el caso segundo no hay reabsorción mecánica del déficit corriente porque lo que se está trasladando al sector exterior es, simplemente, un exceso de gasto improductivo. Y este segundo caso es, precisamente, el que corresponde a la situación española porque la causa fundamental del déficit público es el desbordamiento de los gastos de transferencia y consumo que supusieron, en 1992, más del 40% del PIB y que han aumentado casi cinco puntos desde 1987.

Podría alegarse que, por definición, el déficit de las Administraciones Públicas, según la Contabilidad Nacional, es la diferencia entre su ahorro bruto y su inversión y que, por lo tanto, el déficit se debe al exceso de la inversión sobre el ahorro; y, desde el punto de vista contable, nada habría que objetar a tal manifestación. Pero lo que de verdad interesa, al analizar el desequilibrio de las cuentas públicas, es la causa primera del mismo y esa causa primera es, sin duda el crecimiento continuado de los gastos corrientes que, al comprimir el ahorro de las Administraciones Públicas, obliga a recurrir al ahorro externo para financiar la inversión pública, una inversión que, si bien ha crecido desde 1987, tan sólo supone un 5% aproximado del Producto Interior Bruto. El significado final de ese déficit público que origina un déficit exterior es que la sociedad española está, desde hace años, viviendo por encima de sus posibilidades lo que necesariamente supondrá una merma de los futuros niveles de vida puesto que habrá que afrontar un pesado endeudamiento exterior.

Pero, además, por lo que a la restricción exterior atañe, todavía hay que añadir un matiz importante: que nuestro déficit público no es un déficit cíclico, debido a la caída de la producción total y al consiguiente aumento de los gastos; es, fundamentalmente, un déficit estructural que no se eliminará con un mayor ritmo de crecimiento sino que requerirá de medidas específicas para recortarlo. Lo cual significa que tampoco un ritmo mayor de crecimiento ayudará, por sí solo, a resolver el problema del déficit exterior.

El endeudamiento exterior.

El desequilibrio corriente obliga a recurrir al ahorro exterior y obliga, por lo tanto, a importar capital. La forma de financiar el déficit no es neutra porque la devolución de ese capital puede ser más o menos onerosa: si la entrada de capitales externos se produce a través de inversiones, y especialmente de sus dos formas más estables -la inversión directa y la inversión en inmuebles- la carga de la deuda será mucho más liviana que si la entrada de capital se vehicula mediante créditos. En el primero de los casos el capital y sus rendimientos se repatrían mucho más lentamente y es mucho menor la presión que ejercen sobre las cuentas exteriores. En el segundo, el problema puede llegar a alcanzar dimensiones inquietantes.

En el gráfico núm. 2 se puede observar la evolución, en términos de PIB, tanto de la deuda como de su servicio en el período 1987-1992. No hay todavía constancia oficial de los datos correspondientes a 1993 pero todo hace suponer que las dos magnitudes serán superiores a las de 1992.

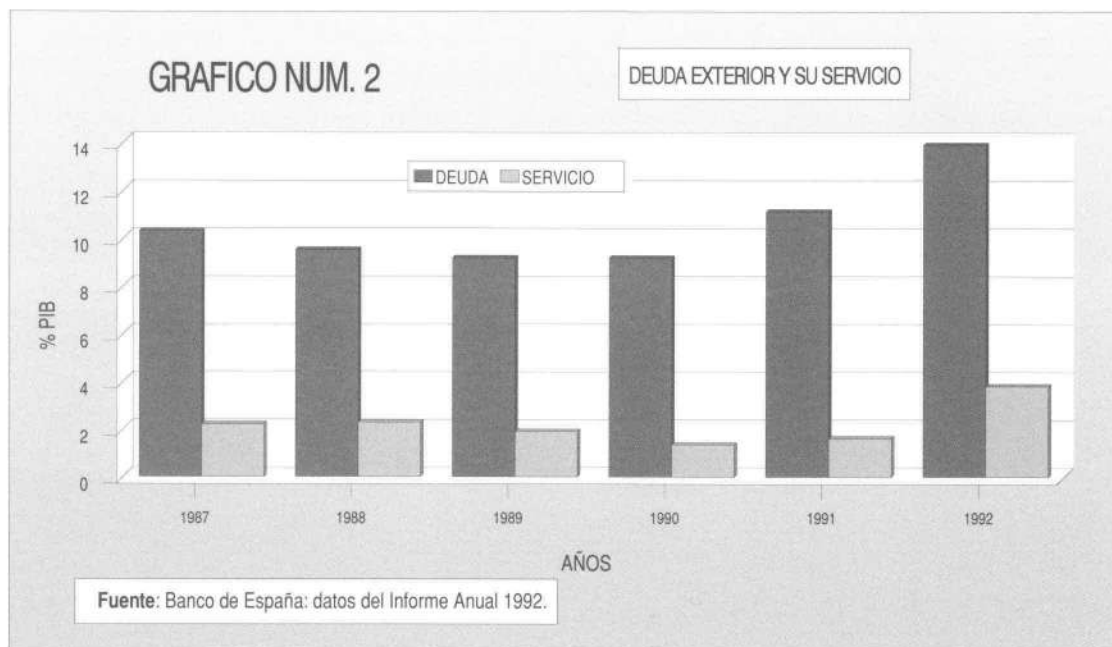
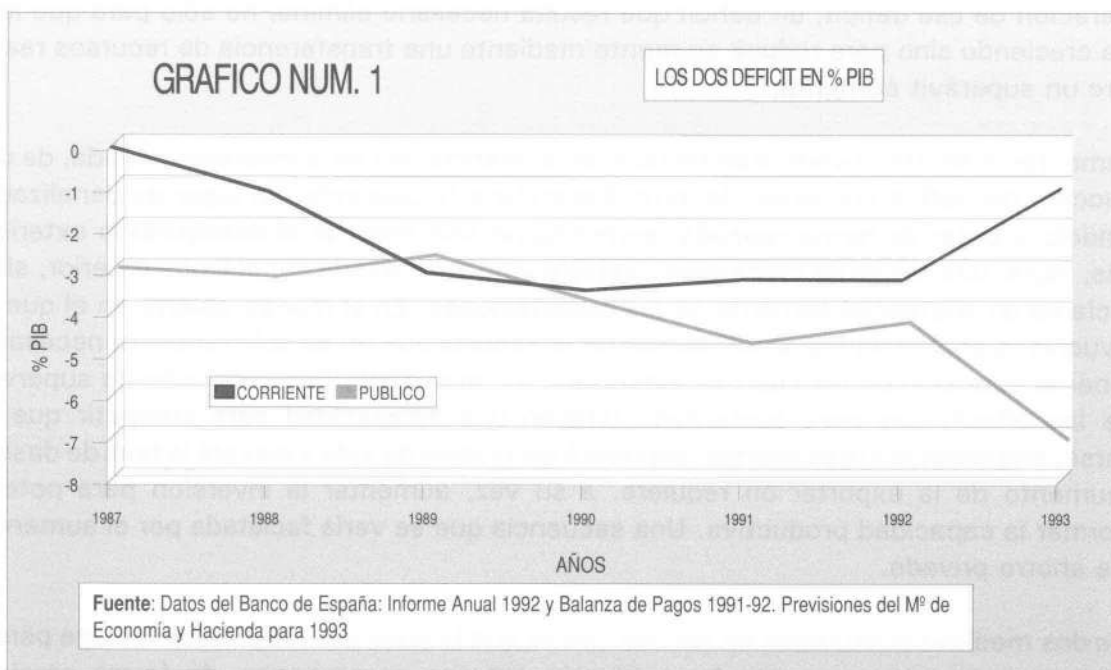
En principio, ni la deuda ni el servicio parecen desbordar la capacidad de transferencia de la economía española puesto que, en 1992, supusieron, respectivamente, el 13,88% y el 3,8% del PIB, valores que ya se superaron en el período 1981-85. Pero sí hay, en la evolución del endeudamiento exterior, dos aspectos importantes y relacionados entre sí: su rápido crecimiento a partir de 1990 y el cambio operado en la financiación del déficit. En los tres años últimos, el ritmo de crecimiento interanual -en dólares- de la deuda ha sido del 31,9% y del 42,3% el del servicio de la deuda. Por otra parte, y por lo que a la forma de financiación se refiere, los créditos han pasado de representar el 22% de la inversión, en 1990, al 31%, en 1991, y al 182% en 1992. Es decir, la deuda crece rápidamente y su servicio se hace más costoso no sólo por el aumento del principal sino también porque el coste de los créditos es mayor que el de las inversiones⁽¹⁾.

En resumen, el endeudamiento exterior no es, por el momento, inquietante pero puede serlo, en un futuro no lejano, si las tendencias actuales se consolidan.

Cómo superar la restricción exterior.

Las tres razones alegadas ponen de manifiesto que la restricción exterior no puede pasarse por alto porque la recuperación del ritmo de crecimiento, en su modo actual, le conferirá especial importancia. Para que así no ocurriera sería preciso modificar las bases sobre las que se apoya el crecimiento. De dos maneras: reduciendo el déficit público y estimulando el ahorro privado.

(1) Todos los datos pueden encontrarse en las publicaciones ya citadas del Banco de España.



Sin reducir el déficit público -tarea que exige, necesariamente, frenar con decisión los gastos corrientes y, en algunos casos, recortarlos- no será fácil eliminar el déficit exterior y aminorar la carga de la deuda porque, como el primero de los gráficos muestra, su peso es determinante en la generación de ese déficit, un déficit que resulta necesario eliminar no sólo para que la deuda no siga creciendo sino para reducir su monto mediante una transferencia de recursos reales que requiere un superávit corriente.

Aumentar el ahorro privado supone facilitar la financiación de la inversión privada, de un lado, la reducción del déficit corriente, del otro. Estimularlo fiscalmente, en lugar de penalizarlo -haciéndolo tributar de forma repetida- permitiría no sólo recortar el desequilibrio exterior sino, además, lograr una senda de crecimiento estable y no amenazada por el límite exterior, situación que reclama un sustancial aumento de las exportaciones. En el mundo abierto en el que hoy se desenvuelve la economía española, aumentar la exportación no es sólo requisito necesario para mantener el equilibrio de las cuentas exteriores; es, ante todo, una condición de supervivencia porque las dificultades para aumentarla reflejan una incapacidad para competir que, de no superarse, empobrecerá la economía, deprimirá los niveles de vida y elevará la tasa de desempleo. Y el aumento de la exportación requiere, a su vez, aumentar la inversión para potenciar y transformar la capacidad productiva. Una secuencia que se vería facilitada por el aumento de la tasa de ahorro privado.

Las dos medidas postuladas no son las únicas que la solución del problema exige pero sí son condiciones necesarias para que la restricción exterior no amenace, de forma creciente, la expansión deseada de la economía española.

TURISMO: ACTIVIDAD ESENCIAL DEL SECTOR EXTERIOR

Agueda Esteban Talaya
Directora del Instituto de Estudios Turísticos

I. INTRODUCCION.

En los últimos años el turismo se está consolidando como una actividad económica de firme protagonismo en el sector exterior español. Esta afirmación se sustenta sobre varios principios que determinan la posición competitiva de turismo español en términos macro y microeconómicos. Por un lado, la aportación del turismo a la balanza de pagos, su incidencia sobre otros sectores económicos y la contribución al PIB y su resistencia a las crisis económicas. Por otro, las actuaciones comerciales empresariales, a través principalmente de los precios y la distribución, y su actual posición internacional.

El análisis comparativo intersectorial también indica la creciente importancia del turismo, si se considera el progresivo debilitamiento de otros sectores económicos exportadores, no sólo de servicios, sino principalmente de bienes, tanto industriales como de consumo.

El comportamiento de la demanda turística interior y exterior es, tal vez, el factor más determinante de las tendencias y perspectivas del turismo español en el contexto internacional. Así como el turismo permite situar la economía española en el ámbito internacional, a su vez, de forma recíproca, la situación de los mercados exteriores determina los resultados económicos del turismo.

2. PRINCIPALES TENDENCIAS ECONOMICAS DEL TURISMO.

Desde el año 1991, el turismo está experimentando un período expansivo que ha evidenciado sus fortalezas, pero que, al mismo tiempo, ha puesto de manifiesto sus debilidades en términos de situación y competitividad exterior.

La posición de España en el mercado turístico internacional es privilegiada, situándose en el tercer puesto (por detrás de Estados Unidos y Francia), estimado tanto por el movimiento de visitantes extranjeros como por el volumen de ingresos procedentes del exterior. Esta situación ha proporcionado un reconocimiento internacional que ha contribuido a considerar España como un país eminentemente turístico, aún no reflejando de forma adecuada la situación real del turismo español en los mercados internacionales.

El desarrollo histórico del turismo se ha basado en la demanda procedente del exterior, principalmente de los visitantes extranjeros, motivados por el monopolio sol-playa, que ha permitido un crecimiento medio en los últimos diez años del 3,5%, casi siempre por encima del crecimiento de la economía española en su conjunto. Sin embargo, esta continua evolución

positiva no ha alcanzado el crecimiento medio del turismo internacional (cifrado en el 5%), ni siquiera el europeo (con una cuota del mercado internacional del 60% y una tasa de crecimiento medio anual de algo más del 4%), siendo España el primer destino turístico de los países europeos.

Los indicadores de tendencia apuntados muestran una pérdida progresiva de la posición competitiva del turismo español en los mercados internacionales debida principalmente a los mismos factores que han potenciado su buena situación hasta el momento.

En primer lugar, la escasa diversificación de los productos turísticos ofrecidos, caracterizando una oferta estandarizada y poco diferenciada de otros productos/mercados competidores. La elevada concentración de oferta y de demanda que, si bien han situado al turismo español en primera línea internacional por su experiencia y conocimiento acumulados, han provocado claros desajustes productivos y geográficos, potenciados por el sostenimiento de empresas de reducido tamaño, con fuertes limitaciones de adaptación y actuación en la comercialización internacional de sus productos.

En términos estrictamente de macromagnitudes económicas, el turismo se manifiesta en este período como claramente resistente a acusar los efectos negativos de la recesión económica que sufren otros sectores españoles. La aportación del turismo al PIB no sólo no ha disminuido en 1993 (a diferencia de la caída experimentada de forma global por la economía española), sino que ha experimentado un crecimiento favorecido principalmente por la evolución de la componente exterior de la renta turística nacional.

Considerando los resultados de los ingresos en divisas, como indicador del consumo turístico efectuado en España por los no residentes, en este último año, el crecimiento respecto del año anterior se cifra en el 9%. Si se analiza la proporción del consumo turístico debido a los residentes, el crecimiento experimentado en 1993 es del 2%. El balance del consumo turístico total para este mismo año se estima en el 5%, lo que supone una aportación al PIB de cerca del 10%, poniendo en evidencia el efecto multiplicador del turismo sobre otros sectores económicos.

El análisis de los efectos de la actividad turística sobre la balanza de pagos permite conocer con detalle la importancia del turismo español en el sector exterior. Desde 1990, la aportación de los ingresos por turismo a los ingresos por servicios de la balanza por cuenta corriente se ha mantenido en unos niveles de, aproximadamente, el 65%, a la vez que la proporción de pagos por turismo sobre los pagos totales por servicios se ha situado, por término medio, en el 25%. Estos datos demuestran que el saldo por servicios depende en gran medida de la evolución de la balanza turística, con una aportación media entre 1990 y 1993 del 127%, al ser el turismo la principal partida de los recursos y no gravar excesivamente la componente de empleos de la balanza por servicios.

Un efecto similar se produce si se analiza tanto el conjunto de la balanza por cuenta corriente como el efecto compensador del turismo en el déficit comercial (véase cuadro núm. 1).

3. SITUACION TURISTICA DEL PRIMER CUATRIMESTRE DE 1994.

En los primeros cuatro meses de 1994, la demanda turística procedente del exterior se ha incrementado en relación al mismo período de 1993 en un 7,7%, en la estimación de las entradas de visitantes por fronteras. El análisis de la utilización por parte de los turistas extranjeros de los

establecimientos hoteleros, ofrece cifras de crecimiento de la demanda procedente del exterior por encima de las resultantes de la entrada por fronteras. Entre enero y abril de 1993 se ha producido un crecimiento en viajeros del 17,2% y del 11,6% en pernoctaciones realizadas por los residentes en el exterior (véase el cuadro núm. 2).

CUADRO NUM. 1

BALANZA DE PAGOS: BALANZA POR CUENTA CORRIENTE			
RELACIONES ENTRE LAS BALANZAS TURISTICAS, COMERCIAL Y DE SERVICIOS			
	Saldo por Turismo/ Saldo por Servicios	Saldo por Turismo/ Déficit Comercial	Saldo por Turismo/ Saldo por Cta. Corriente
1990	120,7	48,9	86,1
1991	121,1	48,0	88,0
1992	134,4	55,0	94,2
1993	132,8	96,5	367,7
Enero-Abril	154,0	115,0	141,1
1994			

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 2

EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES VARIABLES TURISTICAS		
Turismo procedente del exterior (tasas de variación interanual)	Enero-Abril 1994	Total 1993
Visitantes extranjeros	7,7%	3,5%
Viajeros extranjeros en hoteles	17,2%	3,5%
Pernoctaciones de extranjeros en hoteles	11,6%	7,8%
Ingresos por turismo	9,9%	9,2%
Pagos por turismo	-15,5%	5,9%
Saldo por turismo	20,4%	10,4%

Fuente: Secretaría General de Turismo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El origen de la demanda procedente del exterior se concentra en los países europeos, principalmente en los comunitarios, que representan entre enero y abril de este año el 83% del total de visitantes. La evolución en este mismo período ha sido muy positiva, con un crecimiento medio del mercado comunitario de casi el 11%, destacando por encima de esta media los dos principales emisores de turistas hacia España: Alemania (con un crecimiento del 15,3%) y el Reino Unido (con el 19,9% de incremento). Otros países de alta participación como Portugal (con una variación del 11,3%) y Francia (4%) incorporan una importante componente en el segmento de visitantes de un día (o excursionistas). Si se pondera el conjunto de visitantes por fronteras con este grupo, la cifra total del segmento de turistas para este primer cuatrimestre se aproxima a 9 millones de personas.

Los ingresos en divisas por turismo también experimentan un alto crecimiento. En los cuatro primeros meses de 1994 se registra un incremento de casi el 10%, alcanzando un volumen total de 690 mil millones de pesetas. Las variaciones mensuales han ido creciendo progresivamente desde enero con un 6%, hasta abril con un 14%. Los pagos por turismo, por el contrario y siguiendo la tendencia del año 1993, obtienen una variación acumulada negativa, cifrada en el

-15,5%, con un total de algo más de 155 mil millones de pesetas. La balanza turística ha recogido la favorable tendencia de los ingresos y la progresiva disminución de los pagos, situándose para el conjunto del cuatrimestre en 535 mil millones de pesetas, con un crecimiento del saldo neto del 20%, llegando hasta casi el 30% en el mes de abril.

La evolución del sector exterior en estos primeros meses reafirma la idea de la aportación significativa del turismo a la balanza comercial española. Si se considera que entre enero y abril de 1994 el déficit comercial asciende a casi 465 miles de millones de pesetas, el saldo por turismo supone el 115% del saldo comercial en este período. La disminución del déficit por cuenta corriente favorece también la importancia del turismo en nuestra balanza de pagos, principalmente por el efecto, antes comentado, de la alta aportación de los ingresos por turismo al conjunto de los servicios, junto con la baja participación de los pagos por turismo en los pagos totales por servicios (véase el cuadro núm. 1).

4. TURISMO: EXPECTATIVAS Y PERSPECTIVAS PARA 1994.

Con los datos de evolución del turismo español del primer cuatrimestre del año y con el pulso general del sector que aporta información sobre situación de los mercados internacionales ante la temporada alta turística que ahora se inicia, puede esperarse que los resultados turísticos de 1994 sean muy buenos desde una perspectiva meramente cuantitativa.

Los indicadores de la demanda procedente del exterior muestran que el porcentaje de crecimiento del 8% podría mantenerse al finalizar el año, alcanzándose una cifra cercana a 62 millones de visitantes procedentes del extranjero, casi cinco millones más que en 1993. De todos estos visitantes que previsiblemente cruzarán nuestras fronteras, aproximadamente 44 serán turistas, es decir, pasarán al menos una noche en España y realizarán por lo tanto un gasto en divisas en nuestro país.

Para los ingresos por turismo, la cifra total anual estimada es de 2.750 miles de millones de pesetas, un 8% de incremento sobre 1993, aproximadamente 275 miles de millones de pesetas más. Si se considera además una cierta disminución de los pagos por turismo para este año en un -8%, lo que supondría alcanzar un total de 550 miles de millones de pesetas de pagos por turismo, el saldo neto al finalizar el año se situaría cercano a los 2,2 billones de pesetas.

Si para el conjunto de 1994 se logra disminuir el déficit comercial en aproximadamente el 20%, el saldo de la balanza turística podría llegar a cubrir el saldo comercial en aproximadamente el 137,5%. Estas previsiones indican que la buena situación del comercio exterior y la todavía mejor del sector turístico podrían llegar a disminuir en cerca de la mitad el saldo negativo de nuestra balanza por cuenta corriente. Aislando los efectos comerciales de la balanza de pagos, la hipótesis de ausencia del elevado saldo positivo de la balanza turística provocaría que se duplicara el déficit comercial español.

No se pueden obviar los efectos de las devaluaciones de la peseta y las condiciones de inestabilidad monetaria sufridas en la primera mitad de 1993. La estructura del mercado turístico y la sensibilidad de la demanda provocan que las consecuencias positivas de las devaluaciones sean significativas cuando las cuantías de éstas superen el 10%, cifra rebasada en este caso, ya que la situación cambiaría alcanzada en 1993 fue la continuación de los ajustes monetarios iniciados a finales de 1992. Además, existe un lógico período de adaptación de la demanda turística, estimado de seis meses a un año, que afecta directamente al crecimiento que se está

experimentando en 1994, tanto en términos físicos como monetarios. En resumen, en este momento se están recogiendo los resultados favorables derivados de las devaluaciones de 1993.

Alcanzar una cifra de 62 millones de visitantes es marcar un nuevo récord en la capacidad de acogida en España, pero lo extraordinario de 1994 no es volver a superar una cifra ya elevada que se registró en 1993, y que a su vez este año hubiera superado la ya histórica de 1992, lo más importante es que año a año se eleva el techo que hasta tan sólo cuatro años parecía saturado. Muchos observadores de esa realidad turística se han preguntado hasta cuándo puede seguir manteniéndose el creciente número de turistas en España, aunque tal vez la pregunta correcta no sea hasta cuándo sino cómo.

La creencia generalizada por los expertos y protagonistas es que 1994 será y de hecho está siendo un buen año, sin embargo esta afirmación debe ser matizada.

Existen varios factores que inciden de forma desigual en las previsiones optimistas para 1994. La recesión económica, sufrida fundamentalmente el pasado año y que ha afectado a los principales países europeos emisores de turistas, ha coincidido con las dificultades que están atravesando los países receptores del área mediterránea, competidores directos de España. Esta situación coyuntural ha provocado, por una parte, la disminución de los gastos de las empresas en viajes y dietas, afectando directamente al turismo de negocio (con una cuota de participación cercana al 10% de nuestro turismo) e influyendo básicamente en los destinos de ciudad. Por otro lado, el turismo de ocio o vacacional encuentra en España un país seguro y fiable, con una buena imagen turística, con garantía de estabilidad y experiencia, que permiten a los turistas confiar en obtener un nivel mínimo de prestaciones.

Otros factores de carácter estructural, que inciden en la competitividad exterior del sector turístico, se muestran claramente limitativos para el desarrollo del negocio turístico con las mismas características que parecen avalar los indicadores de demanda. Los procedimientos de negociación de las ofertas y los precios están diseñados a la medida de los canales de distribución (operadores turísticos principalmente), con escasa participación de las empresas españolas, sometidas al control externo, y que provoca la utilización de instrumentos poco aconsejables (desde el punto de vista de imagen y de satisfacción del consumidor) como es la sobrecontratación.

En este sentido, las empresas españolas, principalmente de acogida, han demostrado una ausencia de conocimiento, o al menos de utilización, de las variables de marketing a su alcance. La evolución de los mercados internacionales no asegura la competitividad si se actúa únicamente con la variable precio: el turismo es, tal vez, el más claro exponente de cómo las actuaciones empresariales sólo sobre el factor precio no garantizan la mejora de la situación competitiva en los mercados exteriores, sobre todo cuando se ofrece un producto concentrado y poco diversificado.

Es aquí donde la oferta turística española tiene el reto más importante, si quiere mantener su posición competitiva (definida en la actualidad por su fortaleza comparativa): debe mejorar la calidad y adaptarse a una demanda turística cada vez más exigente y selectiva.

LA OPINION DE LOS EXPORTADORES

Un análisis del comportamiento de la exportación española como el que se contiene en las colaboraciones precedentes, quedaría incompleto sin incorporar el punto de vista de sus intérpretes más genuinos: las empresas exportadoras.

"Cuadernos de Información Económica" solicitó a los dirigentes de cuatro empresas significativas, y galardonadas por su actividad exportadora, su autorizada opinión sobre la exportación. A continuación se reproduce el cuestionario que, a título meramente orientativo, se envió a los encuestados, así como el texto íntegro de sus respuestas.

La Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros Confederadas, agradece a Federico Lanzaco, Adjunto a la Presidencia de Acerinox; a Manuel Puig, Director de la División Internacional de Antonio Puig; a Rafael Benavent, Presidente de Gres de Nules & Keraben, y a Fernando Servera, Director de Marketing de Todagrés, su desinteresada colaboración.

CUESTIONARIO.

1. ¿Qué factores explican, en su opinión, el éxito exportador de su empresa?
2. ¿A qué concede más importancia? ¿A los factores macroeconómicos relacionados con el tipo de cambio de la peseta, los costes salariales y los precios, o a factores más específicamente empresariales tales como la calidad, el diseño y la investigación interna, entre otros?
3. ¿Considera importante la dimensión de la empresa para competir con ventaja en los mercados internacionales?
4. ¿Cómo organiza la estrategia comercial exterior? ¿Tiene redes propias de distribución?
5. ¿Hacia qué países y zonas dirige fundamentalmente la exportación de sus productos?
6. ¿Qué importancia concede a la formación y al capital humano en el éxito de la exportación?
7. ¿Cómo valora la actividad de apoyo y fomento de la exportación de las administraciones públicas? ¿Cree que debería cambiar en algún sentido concreto?

ACERINOX. S. A.:
La Compañía Internacional del Acero Inoxidable Español

Federico Lanzaco, Adjunto a la Presidencia

ACERINOX, S.A., constituida el 30 Septiembre 1970, diseñó su planta del Campo de Gibraltar para la fabricación de productos planos de acero inoxidable (cuyo consumo está estrechamente relacionado con los dos sectores principales de la economía: bienes de equipo y bienes de consumo), y que hasta entonces procedían en su totalidad del exterior, con la clara visión estratégica desde el comienzo de actividades de atender no sólo las necesidades del mercado nacional sino también de ir consiguiendo una presencia creciente en los mercados internacionales.

Esta visión globalizadora del negocio vino inspirada en la convicción de que ésta era la única manera de llegar a ser verdaderamente competitivos, sin hipotecar el fruto de la Sociedad en un proteccionismo cerrado temporal cuya duración no podía prolongarse por muchos años.

ACERINOX tenía confianza en su tecnología, inicialmente de NISSHIN STEEL CO. LTD. y después desarrollada continuamente ya por la propia empresa, en sus instalaciones y en el producto, comparables con los de los mejores competidores internacionales. Animados con esta confianza se efectuó una selección y formación del personal adecuado, en sus diferentes niveles, para poder realizar como buenos profesionales la actividad exportadora.

A este fin ACERINOX ha ido seleccionando una plantilla de jóvenes titulados universitarios y administrativos que, formados en la empresa, han llegado a responsabilizarse de las diferentes áreas geográficas del mundo.

Una formación que ha supuesto mejorar el conocimiento de lenguas extranjeras, familiarizarse no sólo con las técnicas de venta, sino también con los procedimientos bancarios, transportes y seguros -de importancia tan decisiva en la exportación- y todo ello no sólo con cursos teóricos sino con un autentico aprendizaje práctico de las técnicas y procedimientos de la exportación.

Así, en el ejercicio 1993 la facturación de las exportaciones de ACERINOX, S. A. ha alcanzado un total de 61.175 millones de pesetas (un 42.4% más que en 1992), con destino a 74 países de los cinco continentes. Estas exportaciones han representado el 84% de su producción frente al 75% del año anterior. Las exportaciones de nuestro Grupo Consolidado en el mismo ejercicio 1993 ascendieron a 67.938 millones de Ptas.

En el desarrollo comercial exterior de ACERINOX pueden distinguirse claramente tres fases evolutivas, que se han llevado a cabo simultáneamente con la realización del Proyecto técnico de la factoría. Hay que destacar que aunque son fases distintas no son excluyentes, sino que las nuevas fases se van añadiendo a las anteriores, con el efecto acumulativo resultante.

1ª Fase = Actividad Exportadora.

ACERINOX desde el comienzo de su producción en 1973 fue creando no sólo una fuerte red comercial en el mercado nacional, sino que con clarividente vocación exterior comenzó, desde aquel primer año, a exportar.

Nuevos grandes y exigentes mercados fueron los primeros escogidos (Francia, Alemania Occidental, Italia, UK, etc. Al año siguiente, 1974, ya se elevaron a 16 países, entre los que figuraba USA. Y desde 1975 ACERINOX viene exportando a los cinco continentes. Y durante estos 21 años ACERINOX ha exportado a un total de 89 países.

De esta manera no esperamos a la incorporación de España a las Comunidades Europeas en Enero de 1986, ni a la entrada en vigor de la nueva Unión Europea de Maastricht en Noviembre de 1993. Ambas fechas no han supuesto para ACERINOX cambio significativo en cuanto a nuestras estrategias comerciales.

La distribución geográfica de las ventas totales de ACERINOX, S.A. en el año 1993, por un valor de 78.211 millones de Pts, ha sido.

58.95%	Europa (incluida España -con 21.78%-, ya que no tiene gran sentido hablar de Mercado Nacional al estar dentro del Mercado Unico)
20.36	América
19.10	Asia
1.20	Africa
0.39	Oceanía
TOTAL	100%

2ª Fase = Creación de Sociedades Filiales v Centros de Servicio.

A fin de consolidar y potenciar la presencia en los mercados exteriores más estratégicos, ACERINOX se ha convertido en una empresa multinacional con la creación de toda una amplia red comercial exterior con la cronología siguiente:

1. Sociedades Filiales de Distribución.

Son oficinas de venta de los productos del grupo ACERINOX con el 100% del capital de ACERINOX, S.A.:

1975	ACERINOX FRANCE
1979	ACERINOX CHILE
1980	INOXLEE (Hong-Kong)
"	SIDERINOX (Argentina)
1981	ACERINOX DEUSTSCHLAND
1982	ACEROL USA
1984	ACEROL SCHWEIZ
1985	ACEROL SCANDINAVIA
"	ACEROL PORTUGAL
1989	ACEROL ITALIA
1994	ACERINOX South East Asia (Singapur)

2. Oficinas de Representación.

1986	Tokyo (sin actividad comercial)
1988	Colombia
1990	Venezuela
"	Méjico
1993	Perú

3. Centros de Servicio.

La actividad comercial se ha optimizado con los Centros de Servicio, construidos en las zonas de mayor consumo, dotados de instalaciones de corte y pulidos a fin de atender mejor las necesidades de Clientes en base a un servicio "Just-intime". Y así como en España se han construido en: Barcelona, Madrid, Betanzos y Vitoria, también en el extranjero se han establecido las siguientes:

- 1989 Oporto
- " París (cercañas)
- 1990 Düsseldorf (cercañas)

4. Almacenes.

- 1979 Santiago de Chile
- 1980 Hong-Kong
- 1981 Buenos Aires
- 1983 New Jersey
- 1985 Lisboa
- 1986 Zurich
- " Götteburg
- 1987 Oslo
- 1990 Lyon
- 1992 Iquique
- 1993 Milán

5. Delegaciones de Venta.

Los mejores puntos de venta que optimizan la acción de nuestras Sociedades Filiales:

- 1993 Bordeaux
- " Stuttgart
- " Nürnberg
- " Pittsburgh
- " Houston

3ª Fase: Participaciones y Joint Ventures en empresas productivas en extranjero.

Con la finalización del proyecto original de la factoría del Campo de Gibraltar, ACERINOX se ha lanzado a nuevos programas de inversiones en *centros de producción en el exterior*, con clara visión estratégica de globalización internacional, que pasamos a comentar:

Participación en MEXINOX.

En el año 1990 ACERINOX adquirió un tercio del capital social de MEXINOX (fabricante mejicano de acero inoxidable con modernas instalaciones), siendo otro tercio propiedad de THYSSEN, y el resto de capital privado mejicano, con una capacidad actual de laminación en frío de 100.000 Pts anuales. ACERINOX suministra aproximadamente el 25% de sus necesidades de bobina en caliente de acero inoxidable. La planta está ubicada en San Luis Potosí.

Nueva Factoría en USA.

A la vista de la importancia del mercado norteamericano de productos planos laminados en frío de acero inoxidable, de la inexistencia de producción nacional de ancho 60" y de la obsolescencia de la mayor parte de sus instalaciones -por la inexistencia de inversiones debido a su obsesión de obtener sólo rentabilidades a corto plazo-, ACERINOX está desarrollando un proyecto en USA con fases sucesivas, actualizando el que dio origen a ACERINOX hace 23 años.

Para realizar este proyecto, en Abril 1990 ACERINOX firmó un acuerdo de Joint Venture al 50-50% con el conocido fabricante siderúrgico norteamericano ARMCO, constituyendo la partnership NORTH AMERICAN STAINLESS (NAS).

Después de un riguroso proceso de selección del emplazamiento de la factoría, se compraron muy ventajosamente, 400 Ha de terreno en Carrollton (Kentucky) junto al río Ohio, centro del triángulo de los principales mercados del Mid West, y con excelentes comunicaciones de autopistas, línea férrea y transporte fluvial hasta el Golfo de México. Se han contratado ventajosamente los suministros de gas y electricidad.

La primera fase del proyecto ha supuesto una inversión de 234 millones USD, con una capacidad de laminación en frío de 120.000 Tm/año, en su mayoría de productos de 60" ancho y una plantilla de sólo 160 personas. Dicha capacidad se elevará a unas 200.000 Tm/año con el segundo laminador que supone una inversión de 40 millones de \$ USA, más 12 millones USD para la construcción de un puerto fluvial (en el río Ohio, que permite la navegación continuando por el Mississippi hasta el Golfo de Méjico) y otra línea de corte.

Los equipos de la 1ª Fase están ya en producción desde Marzo 1993.

Es de destacar que todo el proyecto se realiza bajo la dirección y asistencia técnica de ACERINOX, con un amplio programa de entrenamiento de técnicos americanos en nuestra factoría del Campo de Gibraltar (30 en 1991) y supervisión de técnicos españoles en Carrollton (16 en 1991, 50 en 1992 y 10 en 1993).

Según los convenios constitucionales ACERINOX tiene una prioridad para suministrar hasta el 50% de las necesidades de bobina en caliente de NAS, por lo que al no existir punto de referencia, difícilmente puede ser objeto de expediente "antidumping".

El Presidente ejecutivo de NAS, el Vice-Presidente Comercial y el Director Técnico -residentes en la actualidad en USA- son españoles, procedentes de la plantilla de ACERINOX.

Con estas dos plantas de Norteamérica (MEXINOX y NAS) -de especial estrategia en vista del acuerdo NAFTA- más la propia del Campo de Gibraltar, el grupo ACERINOX tiene una capacidad global de laminación en frío de productos planos de acero inoxidable de 625.000 Tm/año, que representa el diez por ciento del consumo aparente mundial del sector.

Este ininterrumpido esfuerzo exterior se vio galardonado el 11 Enero 1994, con el primer PREMIO PRINCIPE FELIPE de "COMPETITIVIDAD EMPRESARIAL" precisamente destacando la "internacionalización" de ACERINOX, S.A., que por primera vez fue convocado en España por los Ministerios de Industria y Energía y el de Comercio y Turismo.

En conclusión, debemos destacar que para ser competitivos en el mundo, además de los *factores internos de gestión empresarial* arriba esbozados, se requiere un *marco exterior macro-económico* que, aunque está mejorando últimamente, desgraciadamente la empresa

exportadora española no ha tenido en los años críticos después de nuestra incorporación a la Comunidad Europea en 1986, y, más especialmente, al Sistema Monetario Europeo en 1989. Este marco imprescindible lo venimos llamando "EL CUADRO DE LA ANTI-COMPETITIVIDAD": 1. altos y rígidos costes laborales; 2. elevados gastos de infraestructuras (electricidad, gases, transporte y comunicaciones); 3. costosos gastos financieros, 4. sobrevaloración de la peseta.

ANTONIO PUIG. PERFUMES

Manuel Puig, Director de la División Internacional

1 y 2. Básicamente, el éxito exportador de nuestra empresa se basa en disponer de unos buenos productos.

Considero también de suma importancia el haber seguido una estrategia coherente y consistente a lo largo de muchos años. La relación causa efecto es más lenta de lo que todos quisiéramos y hay que ser tenaz y paciente en los planteamientos.

Otro factor importante es el no contemplar las diferencias de cambio como pieza estratégica. De este modo, cuando el dólar ha bajado nosotros no hemos subido precios (el precio no lo pone el coste sino el mercado), y cuando ha subido nos hemos beneficiado, compensando en parte las posiciones adversas anteriores.

Actualmente, teniendo en cuenta que nuestra rentabilidad es adecuada, no deseamos tener una variable tan volátil como el cambio dólar/peseta por lo que hemos procedido a tomar posiciones para los próximos tres años.

Cuando uno está en un mercado de consumo, el zénit de la operación se produce cuando el consumidor compra, es decir, cuando el consumidor está convencido del precio que paga por el producto que le gusta:

orientación total "value for money"

Una calidad percibida alta por el precio que se paga, es fruto de la creatividad, diseño y tecnología.

3. Es evidente que existe una dimensión mínima. Además, cuanto más cerca se llegue del consumidor a través de la propia organización de la empresa, mucho mejor. Me refiero a la implantación de filiales grandes o con alto potencial en determinados países.

Hay que invertir en los países "creadores de imagen" para poder vender en todos los demás (países creadores y países consumidores de imagen". Y está claro que la mejor manera de invertir en este caso es haciéndolo uno mismo.

Nuestra competencia es mayor que nosotros (por lo menos, la que miramos como punto de referencia) y creemos que la falta de volumen provoca una mayor vulnerabilidad. A más volumen, mayores sinergias posibles en todos los sentidos: compras, fabricación, distribución ...

4. Nuestra estrategia se basa en la implantación de filiales en países fuertes o creadores de imagen, así como en países con gran potencial (el riesgo es alto pero la oportunidad también).

En cuanto al resto de países, trabajamos con distribuidores locales.

5. Países y zonas hacia los cuales dirigimos la exportación de nuestros productos:

27%	Europa
20%	Latinoamérica
25%	U.S.
15%	Medio Oriente
10%	Asia + Oceanía
3%	Otros: Africa ...

6. Tener personal desplazado o permanentemente viajando requiere, por un lado una determinada formación, pero también que la persona disponga de una personalidad especial. Deben ser personas que estén preparadas para vivir en independencia, para ser fuertes frente la adversidad y para poder tomar decisiones adecuadas y rápidas.

Evidentemente, el éxito se halla en la toma de decisiones *in situ*, es decir en una descentralización de responsabilidades y en la capacidad de improvisar en cada situación de la manera más adecuada.

7. Es lógico ayudar al débil pero, a largo plazo, da menos resultados que ayudar a la mediana o gran empresa. "Exportar" no es ni un divertimento ni una moda, aunque parece que hoy en día es una obligación de toda empresa moderna. Sólo las empresas preparadas para invertir y ser tenaces dentro de una estrategia a largo plazo adecuada lo conseguirán.

Sin embargo, no debemos olvidar que existe una falta de servicio de nuestras redes de oficinas exteriores, si las comparamos con las de nuestros colegas franceses o alemanes. A veces parece que su única razón de ser sea la de justificar una memoria escrita, en vez de dar servicio a las empresas españolas.

GRES DE NULES & KERABEN

Rafael Benavent Adrián, Presidente

1. En nuestro caso y por orden de importancia citaré los siguientes factores:

Esfuerzo investigador:

Nuestro grupo destina el 2,5% de sus ventas a I+D. Este esfuerzo nos ha permitido desarrollar productos con características especiales dentro de nuestro sector. Tal es el caso del producto MARATHON que es un pavimento cerámico que presentaba unas propiedades físicas y mecánicas únicas en el mercado mundial, ya que por primera vez ofrecía una dureza al rayado en la escala de Mohs de 9, así como otras características de resistencia a la abrasión, ataque químico, etc. que lo diferenciaban claramente de los productos que ofrecía en el mundo nuestra competencia. MARAHON nos abrió las puertas de mercados tan exigentes como el alemán o el

norteamericano y el éxito en estos mercados nos facilitó la introducción en otros donde nos precedía el prestigio del producto a través de informaciones llegadas a tales países a través de publicaciones alemanas o americanas.

Calidad:

Entendida como concepto global, en primer lugar como calidad del producto final, pero también como calidad de servicio. Precisamente este año nos fue concedido el Premio Príncipe de Asturias a la Excelencia Empresarial en el apartado de **Calidad**:

"... por la especial habilidad mostrada en la implantación de un moderno sistema probado de calidad abarcando desde la fase de diseño y desarrollo del producto, pasando por la de control y de proceso hasta el control final del producto. El jurado ha considerado especialmente el esfuerzo realizado por esta empresa en la implantación de una estrategia de calidad total, completamente orientada hacia el cliente, utilizando para ello investigación y tecnología propias..."

Diseño:

Nuestros productos están, cada vez más sujetos, a las tendencias de la moda: colores, texturas, etc... Es por ello que en los últimos años se ha acentuado la importancia que tiene el diseño.

La conjugación de estos factores producirían en nuestro caso -y creo que en todos- los hechos diferenciales que permiten progresar y consolidar posiciones en los mercados exteriores y, fundamentalmente, en aquellos más avanzados.

2. Tal y como hemos dicho más arriba, en nuestro caso, han resultado más importantes, factores específicamente empresariales tales como calidad, diseño e investigación interna.

Los factores macroeconómicos tales como: paridad de la peseta, costos laborales, energéticos, etc., son desde luego, de gran importancia y en muchos casos del todo determinantes, pero no son tan importantes en nuestro caso, gracias a la diferenciación conseguida.

3. La dimensión de la empresa tiene importancia, especialmente cuando se plantea una estrategia exportadora a nivel mundial pues, los costes de introducción son elevados. En el caso de empresas más pequeñas éstas deben salvar tal problema con la introducción paulatina en mercados próximos y sobre todo que resulten los más idóneos para su producto en cuestión. Así se deberían rentabilizar los esfuerzos o al menos amortizar rápidamente los costes de introducción en esta primera etapa.

Del acierto en la elección de los mercados y canales adecuados en los momentos iniciales, va a depender, en gran medida, el futuro exportador de la pequeña y mediana empresa.

4. No hay, en nuestro caso, una estrategia común a todos los países. Nuestra actuación ha dependido de las características de cada mercado y por ello, en estos momentos, tenemos países donde hemos creado filiales o delegaciones propias, otros donde vendemos a través de distribuidores adecuados y finalmente también hemos contemplado la figura del importador exclusivo, cuando éste nos ofrecía una cobertura en todo el país.

Es evidente que, cuando es posible, una gran solución es la red de distribución propia, aun con toda la problemática que plantea y que la hace inaccesible a las empresas pequeñas.

5. La exportación de GRES DE NULES & KERABEN se dirige principalmente hacia países de alto poder adquisitivo y elevadas exigencias estéticas y técnicas.

En la actualidad los dos principales mercados a los que se exporta son la Comunidad Económica Europea y Estados Unidos. Entre ambos cubren el 65% de las ventas exteriores de GN&K.

La relación de los primeros 15 destinos de la exportación de GN&K son los siguientes:

1. U.S.A.
2. ALEMANIA
3. REINO UNIDO
4. FRANCIA
5. HONG KONG
6. TAIWAN
7. SINGAPUR
8. SUIZA
9. ITALIA
10. HOLANDA
11. PORTUGAL
12. CARIBE
13. POLONIA
14. GRECIA
15. HUNGRIA

En el anexo adjuntamos un gráfico con la evolución de las ventas y previsiones para 1994 y otro con el detalle de las exportaciones en función de los destinos.

6. La formación de las personas responsables del departamento de exportación de las empresas debe ser absolutamente prioritario.

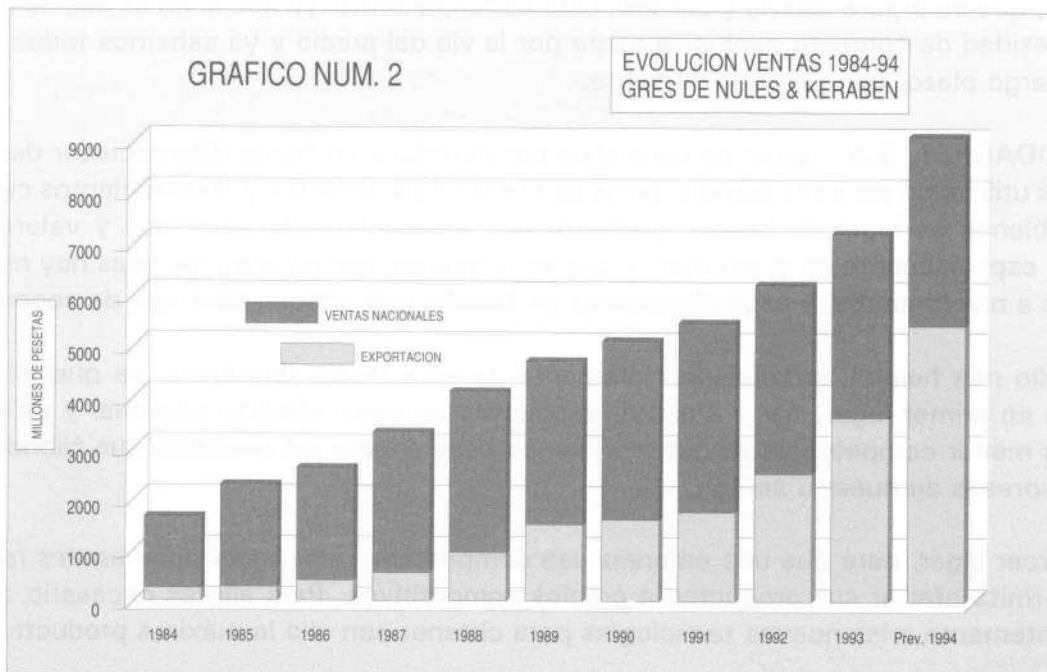
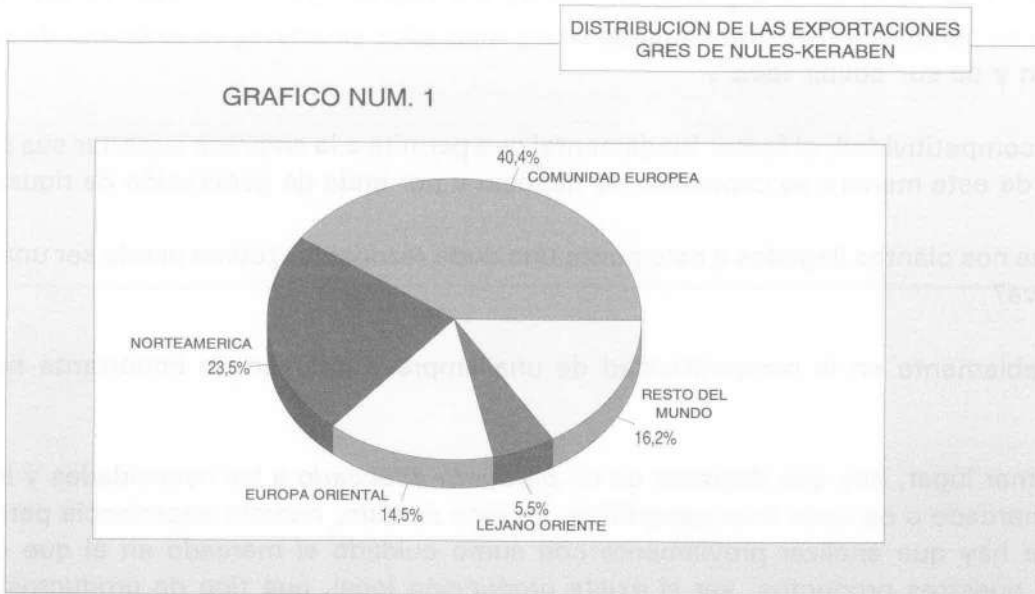
La velocidad de cambio en las estructuras económicas de los países, en el tratamiento arancelario de los productos, y la transformación de los canales de distribución, exigen un personal muy preparado y más importante aún, muy motivado y absolutamente identificado con la cultura de la empresa.

7. El ICEX, como instrumento de fomento de la exportación, entiendo que representa una ayuda preciosa y de manera muy especial para las PYMES. Tenemos la impresión de que ICEX últimamente está haciendo importantes esfuerzos en el sentido de conocer más a fondo a las empresas exportadoras con lo que probablemente podría adaptarse mejor a las necesidades de las mismas y ello generará resultados muy importantes. Habría pues que valorar muy positivamente esta nueva orientación.

En mi opinión habría que arbitrar mecanismos que facilitaran la siguiente etapa de las empresas exportadoras que serían la "instalación directa de plantas productoras en aquellos lugares que ofrecieran ventajas tales como": costes laborales, energéticos, transportes, etc. Entiendo que la industria española debería abordar esta etapa de su desarrollo cuanto antes. En este campo las administraciones públicas, deberían incrementar el ofrecimiento de estímulos de todo tipo para que los empresarios se lanzaran por esta vía de consolidación de sus empresas.

ANEXO

Composición de las exportaciones



TODAGRES, S.A.

Fernando Servera, Director de Marketing

La empresa, cuyo objetivo fundamental desde el punto de vista económico, es la generación de riqueza, debe tener en la exportación uno de sus pilares básicos, Y esto es así, ya que, la capacidad de penetración de una empresa en los mercados exteriores es sinónimo de su afán de superación y de su "sovoir faire".

Es, la competitividad, el factor fundamental que permite a la empresa exportar sus productos y ampliar de esta manera su capacidad de negocio y por ende de generación de riqueza.

Pero se nos plantea llegados a este punto una duda razonable, ¿cómo puede ser una empresa competitiva?

Indudablemente en la competitividad de una empresa influyen un importante número de factores.

En primer lugar, hay que disponer de un *producto adecuado* a las necesidades y los gustos de cada mercado o de cada área geográfica. En este sentido, nuestra experiencia personal nos indica que hay que analizar previamente con sumo cuidado el mercado en el que queremos introducir nuestros productos, ver si existe producción local, qué tipo de productos se están importando y de dónde, y en definitiva, todo aquello que pueda darnos alguna luz sobre qué producto debemos presentar para que sea inicialmente aceptado en un porcentaje alto por el mercado.

En segundo lugar, deberemos tener un *producto diferenciado* en sus componentes y/o en sus acabados, que incorpore diseño y calidad. Esto es fundamental ya que si no es así, nos veremos en la necesidad de competir exclusivamente por la vía del precio y ya sabemos todos que esto no es, a largo plazo, una garantía de venta.

En TODAGRES, S.A., optamos hace años por introducir un factor diferenciador de nuestros productos utilizando para ello como soporte de nuestros pavimentos y revestimientos cerámicos, la pasta blanca en lugar de la roja, producto que es mucho más apreciado y valorado en el mercado, especialmente en el exterior, y que sin embargo, por razones técnicas hay muy pocas empresas a nivel mundial y específicamente en España que utilicen este tipo de soporte.

Por ello nos hemos beneficiado claramente de este factor diferencial ya que ello nos ha permitido en primer lugar, dar a nuestros productos un valor añadido adicional y en segundo, tener una menor competencia ya que nos hemos desmarcado del producto que fabrica el 90% de las empresas de nuestro sector.

En tercer lugar, para que una empresa sea competitiva, debe tener unos *costes razonables* que le permita ofertar sus productos a precios competitivos. Para ello es necesario adaptarse permanentemente a las nuevas tecnologías para obtener con ello la máxima productividad.

En TODAGRES, S.A., somos conscientes que estar al día tecnológicamente es una garantía de competitividad y por ello desde los mismos inicios de nuestra empresa en el año 1969 no

hemos dejado de introducir en nuestro proceso de producción los últimos avances tecnológicos en maquinaria y sistemas para nuestro sector, pasando de la fabricación de gres sin esmaltar en horno túnel a gres esmaltado en proceso de bicocción y posteriormente a la monocción porosa, habiendo instalado también sistemas de cogeneración eléctrica por turbina de gas que nos permite en la actualidad producir el 45% del total de nuestro consumo de energía eléctrica y recientemente, en 1993, hemos realizado una inversión superior a 500 millones de pesetas al objeto de racionalizar el sistema productivo, que nos ha permitido automatizar totalmente nuestras líneas de producción.

Junto a estos factores de tipo interno que inciden sobre la competitividad de la empresa, existen otros externos que influyen también de forma decisiva. Por ejemplo, el tipo de cambio de la moneda puede favorecer o perjudicar en un momento determinado las exportaciones. Sin embargo, este tipo de medidas coyunturales no sustituyen en absoluto las de carácter interno e incluso aquella empresa que dependa de las mismas para exportar más o menos, está avocada al fracaso ya que su exportación no se asienta de una manera sólida con medidas como las señaladas con anterioridad.

Cuando una empresa decide su internacionalización debe organizar su estrategia comercial exterior de manera diferente a como se plantea su actuación en el mercado nacional y dotarse de los recursos humanos necesarios para que la misma tenga éxito.

En primer lugar, si bien es cierto que el comercio internacional, especialmente el intracomunitario, ha evolucionado mucho en los últimos tiempos, sobre todo en agilidad, no es menos cierto que presenta ciertas peculiaridades que lo diferencian claramente del comercio interior.

Documentos, embalajes, diferentes tipos de transporte, formas de pago y cobro, etc., son elementos que afectarán a nuestro comercio internacional y que, en algunos casos (p.e.: transporte) pueden incidir notablemente en nuestra capacidad de venta en el exterior.

Igualmente, las peculiaridades de cada mercado, las distancias geográficas, los aspectos psicológicos, religiosos, morales, etc., influirán también sobre el tratamiento y la organización comercial que debemos plantear en cada momento.

Debemos dotarnos de una infraestructura interna que permita solucionar y facilitar el contacto y el entendimiento con nuestros nuevos clientes. Para ello, la captación del capital humano necesario se convierte en fundamental, no sólo por la necesidad de incorporar personas a nuestra estructura con conocimiento de idiomas, sino porque es vital que las mismas tengan una amplia cultura y que, a ser posible, conozcan no sólo el idioma sino las costumbres e idiosincrasia de los mercados a los que vayamos a dirigir nuestras exportaciones.

La creación de redes propias de distribución y de agentes locales es también muy importante ya que es una forma de que la relación entre fabricante y cliente sea más fluida y que nuestros clientes encuentren en su propio país una persona u organización con la que poder tratar todos los asuntos que derivan de cualquier relación comercial normal.

TODAGRES, S.A., dispone de su propio Departamento de Exportación dotado de personal administrativo y comercial y de agentes locales en todos aquellos mercados en los que se encuentra presente.

La empresa exportadora debe tomar siempre una posición activa, es decir, no debemos esperar que vengan a comprarnos sino que debemos salir nosotros a vender. Para ello, es necesario poner en marcha toda una política de promoción y marketing que nos ayude a penetrar en dichos mercados. En este sentido, la participación en ferias y misiones comerciales, la realización de viajes de prospección, el dotarnos de material publicitario y audiovisual enfocado y desarrollado para aquellos mercados en los que queremos introducirnos, etc., se hace imprescindible.

La actividad de fomento y apoyo de las exportaciones por parte de las Administraciones Públicas es siempre en este sentido y facilita, sin duda alguna, las fuertes inversiones que en estos aspectos debe realizar la empresa exportadora.

En definitiva, en TODAGRES, S.A., pensamos desde siempre que una empresa moderna y con espíritu de superación debe tener en la exportación uno de sus pilares básicos, por ello, actualmente, exportamos algo más del 50% del total de nuestra facturación.

ECONOMIA INTERNACIONAL

EL FALSO ENIGMA DEL DOLAR

Juan Pérez-Campanero

A finales del mes de Junio el dólar rompía a la baja las barreras psicológicas de 1.60 marcos alemanes por dólar, y de 100 yenes por dólar. En el caso del yen, como los medios periodísticos se han encargado en enfatizar, se trata además del nivel más bajo de la posguerra. Sin embargo, hace pocos meses todo el mundo confiaba en una apreciación del dólar. ¿Dónde está la clave de este enigma?

En esta breve nota se trata de responder a esta pregunta. En la sección 1 se documenta la magnitud de la sorpresa que ha dado el dólar. En las siguientes secciones se pasa revista a los "sospechosos habituales", hasta encontrar el verdadero "culpable" los flujos de balance de pagos y equilibrio entre oferta y demanda de capitales.

1. ¡Qué equivocación!

Los cuadros núm. 1 y 2 documentan la magnitud del error en las previsiones del mercado sobre el dólar. Recogen la evolución de la media (consenso de mercado) y el rango de las previsiones de analistas privados⁽¹⁾ sobre la evolución previsible, a un horizonte a corto plazo (3 meses) y a largo plazo (1 año) del tipo de cambio del dólar frente al marco alemán y al yen.

CUADRO NUM. 1

LAS PREVISIONES DEL MERCADO SOBRE EL TIPO DE CAMBIO DOLAR/MARCO							
	Cambio medio	Previsión a 3 meses			Previsión a 1 año		
		Mín.	Media	Máx	Mín.	Media	Máx
Agosto 93	1.69	1.65	1.75	1.85	1.55	1.79	2.00
Septiembre 93	1.62	1.60	1.73	1.85	1.55	1.79	2.00
Octubre 93	1.64	1.57	1.69	1.80	1.55	1.76	1.90
Noviembre 93	1.70	1.59	1.71	1.85	1.49	1.75	1.90
Diciembre 93	1.71	1.65	1.74	1.80	1.51	1.78	1.92
Enero 94	1.74	1.65	1.75	1.85	1.51	1.80	2.00
Febrero 94	1.73	1.65	1.77	1.85	1.51	1.80	2.00
Marzo 94	1.69	1.68	1.77	1.85	1.51	1.80	1.98
Abril 94	1.70	1.60	1.75	1.85	1.51	1.79	1.96
Mayo 94	1.66	1.60	1.71	1.84	1.49	1.76	1.95

Fuente: Consensus Economics.

(1) Para una descripción más detallada de la definición de "consenso", véase mi contribución al número anterior de esta revista.

CUADRO NUM. 2

LAS PREVISIONES DEL MERCADO SOBRE EL TIPO DE CAMBIO DOLAR/YEN

	Cambio medio	Previsión a 3 meses			Previsión a 1 año		
		Mín.	Media	Máx	Mín.	Media	Máx
Agosto 93	103.7	101.0	107.9	119.3	95.0	110.2	130.0
Septiembre 93	105.5	95.0	106.1	115.0	95.0	109.4	130.0
Octubre 93	107.0	95.0	107.0	115.0	95.0	110.2	125.0
Noviembre 93	107.8	100.0	108.9	116.3	92.0	110.9	128.5
Diciembre 93	109.8	100.0	109.9	117.0	95.0	112.5	128.0
Enero 94	111.4	100.0	111.5	120.0	95.0	113.3	130.0
Febrero 94	106.2	98.0	112.5	120.0	98.0	114.4	132.0
Marzo 94	105.0	96.0	108.9	122.0	95.0	112.7	126.0
Abril 94	103.4	98.0	107.4	115.4	95.0	112.1	128.0
Mayo 94	103.6	95.0	104.7	110.5	95.0	110.1	125.0

Fuente: Consensus Economics.

Como puede verse, de forma consistente a lo largo de los últimos diez meses que aparecen recogidos en los dos cuadros, el conjunto del mercado ha esperado que el dólar se apreciara en el futuro frente al yen y al marco. Y esta expectativa se ha mantenido de forma igualmente consistente, tanto en la fase en que el dólar se apreciaba (hasta Enero) como en la fase en que el dólar comenzó a caer. Y esta apreciación del dólar era esperada tanto a corto como a largo plazo.

¿Por qué se pensaba en esta apreciación del dólar a corto y largo plazo? Las motivaciones eran fundamentalmente de dos tipos:

1. La idea de que el yen y las monedas europeas estaban claramente "sobrevaloradas" frente al dólar. Una justificación más elaborada se basaba en el argumento de que el mayor crecimiento de la economía americana, frente a la recesión o estancamiento en Europa y Japón permitirían una apreciación real del tipo de cambio del dólar, mientras que Europa y Japón necesitarían un mayor estímulo monetario proveniente del tipo de cambio.
2. La idea de que la esperada subida de tipos de interés oficiales en Estados Unidos, al tiempo que la política monetaria en Europa y Japón no tenía visos de hacerse más contractiva, al ampliar el diferencial de intereses en favor del dólar, motivaría su apreciación.

Nada ha podido quedar más lejos de estas previsiones que la evolución del dólar desde principios de año. Como queda recogido en el Gráfico núm. 1, el dólar se ha venido depreciando de manera sostenida tanto frente al yen como frente al marco. En el primer semestre de 1994 (concretamente, desde el 4 de Enero hasta el 21 de Junio, fechas recogidas en el Gráfico núm. 1) se había depreciado un 10% frente al yen y un 8% frente al marco alemán.

2. ¿Ha sido la paridad del poder de compra una guía útil?

Como es sabido, aunque a corto plazo existen desviaciones persistentes respecto a los niveles de paridad del poder de compra de una moneda, una ostensible sobrevaloración o infravaloración

de una divisa pueden sugerir que en el futuro la cotización tenderá (bien de forma paulatina o espasmódica) a volver hacia esos niveles -por supuesto cambiantes- de paridad o "equilibrio a largo plazo".

Es igualmente conocido que es imposible calcular con precisión el nivel de paridad del poder de compra, y que según sea el índice de precios y el artificio estadístico que se utilice, se obtendrá una medida u otra. No vale la pena entrar aquí en estos detalles, pero sí en ofrecer un par de ejemplos que ilustran cómo el género de argumentos basados en la paridad del poder de compra han resultado completamente desorientadores⁽²⁾.

El primer ejemplo está tomado del conocido Índice Big Mac que elabora la revista "The Economist". Dado que las hamburguesas "Big Mac" que comercializa la cadena "MacDonald's" son un bien relativamente homogéneo en todos los establecimientos de la cadena (que está instalada en nada menos que 68 países), y dado que se elaboran con un conjunto relativamente sencillo de ingredientes, la revista británica empezó a compilar en 1986, medio en broma medio en serio, un índice de paridad del poder de compra basado en el precio en moneda local de la "Big Mac". El nivel de equilibrio del tipo de cambio sería aquel que igualara el valor de la "Big Mac" en distintos países⁽³⁾.

El último ejercicio de este tipo fue publicado en el número del 9 de Abril de "The Economist", y lo he actualizado con datos del tipo de cambio del 20 de Junio para un buen número de países -haciendo el supuesto heroico de que el precio de la "Big Mac" no ha cambiado en dos meses y medio en estos países de relativamente baja inflación. Los resultados se presentan en el Gráfico núm. 2. De este gráfico se desprendería uno de los lugares comunes de los últimos meses, a saber, que las monedas europeas y el yen se encuentran groseramente sobrevaloradas frente al dólar y que, por tanto, no cabría esperar sino que el dólar se aprecie.

Nótese, sin embargo, como incluso en este ámbito aparecen las primeras grietas en el argumento de la pretendidamente ineludible apreciación del dólar. En términos de paridad "Big Mac", el dólar aparece claramente sobrevalorado en relación a la mayoría de las divisas de los países emergentes.

El segundo ejemplo está basado en un indicador más amplio, esto es, el índice de tipo de cambio efectivo real que recoge sintéticamente el valor de la divisa ajustado por la evolución de los precios, ponderando las cotizaciones bilaterales por los índices de precios. Los índices⁽⁴⁾ de tipo de cambio real del dólar, el yen y el marco se representan en el Gráfico núm. 3.

La primera sorprendente observación que motiva este gráfico es que, desde los tiempos del Acuerdo del Plaza en 1987, el tipo de cambio efectivo real del dólar y del marco han permanecido estables, con oscilaciones no superiores al 5% arriba o abajo. De hecho, el tipo de cambio real

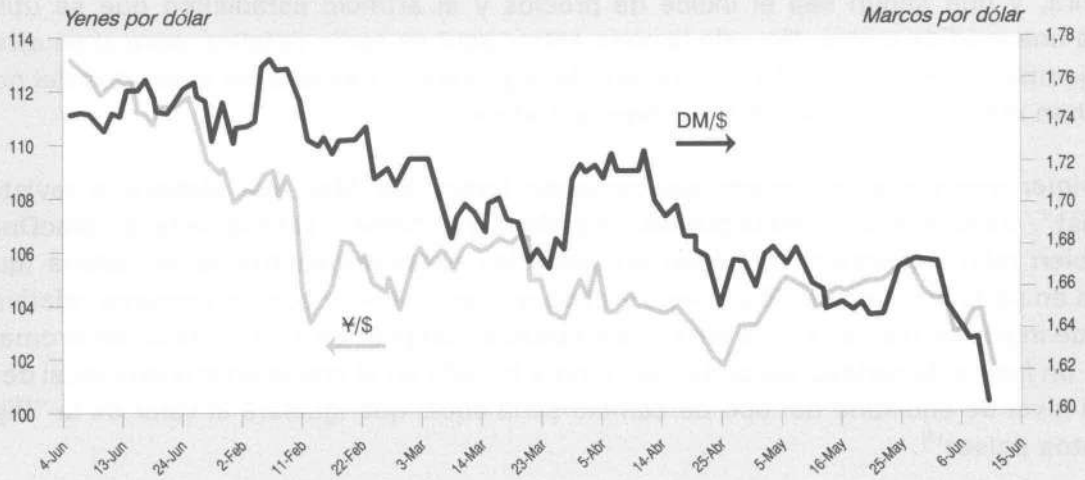
(2) Lo cual no significa que la paridad del poder de compra sea inútil en todo momento y en todo lugar.

(3) Un chusco lector propuso, en una carta al director de "The Economist" publicada en el número del 28 de Mayo, que sería más apropiado utilizar un índice basado en el precio de los condones puesto que el látex es una "mercancía comerciada internacionalmente y sujeta a escasas restricciones comerciales" a diferencia de la carne y el trigo que forma los ingredientes de la "Big Mac".

(4) Naturalmente, no existe "el índice" de tipo de cambio efectivo real, sino varios índices en función del índice de precios elegido y el conjunto de socios comerciales considerado. Aquí se ha utilizado los índices de J.P. Morgan, basados en el índice de precios industriales sin alimentos ni energía, y el comercio frente al conjunto de países.

GRAFICO NUM. 1

LA CAIDA DEL DOLAR DESDE PRINCIPIOS DE AÑO

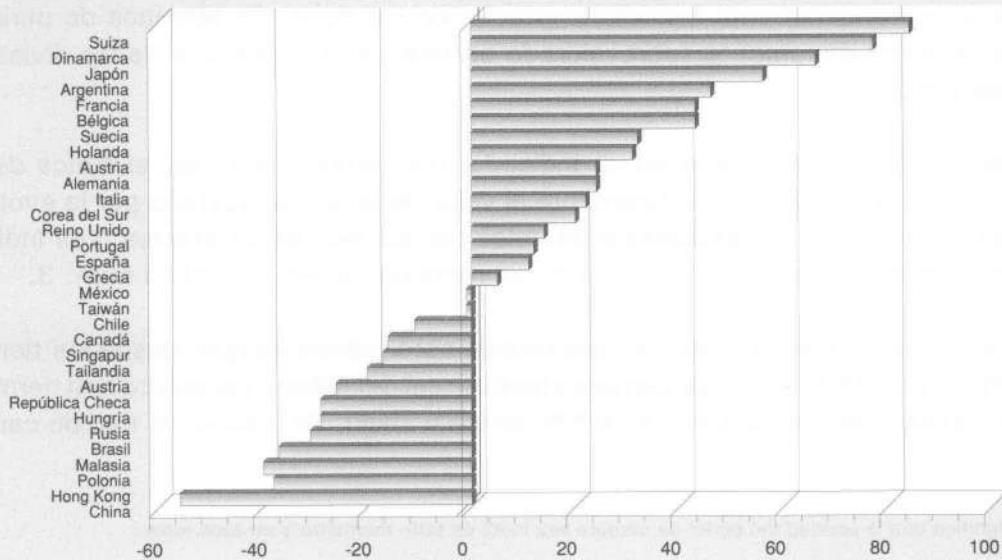


Fuente: J.P. Morgan.

GRAFICO NUM. 2

Infra(-) o sobre(+) valoración de las monedas nacionales frente al \$USA según el índice "Big Mac"

(Relación entre tipos de cambio de mercado el 20 de junio* y paridad del poder adquisitivo medida por el precio de una ("Big Mac"))



* Excepto Brasil, Chile, China, República Checa, Hungría, Rusia, Polonia (cambios del 9 de Abril).

Fuente: "The Economist", 9/4/94; "Financial Times", 21/6/94; y elaboración propia.

del marco es aún más estable y nunca se ha alejado más de un 10% de su nivel medio a largo plazo durante todo el período de flotación. Esta estabilidad contradice claramente el dictamen del índice Big Mac, y nos envía la primera señal de alarma de que quizá el argumento en favor de la depreciación de las monedas europeas frente al dólar no es tan nítido.

Pero el resultado más singular (y coincidente con la impresión deducida del índice Big Mac) que se desprende del gráfico núm. 3 es, sin duda, la notable apreciación en términos reales que registra el yen en la época reciente, de un 25% a un 30% desde finales de 1992. El dictamen que parecía sugerir -que el dólar se iba a apreciar frente al yen- ha sido claramente refutado por la realidad. Definitivamente, la paridad del poder de compra no ha sido una buena guía. Y ello a pesar de que parecía que apuntaba en la misma dirección que el argumento basado en los tipos de interés...

3. ¿Está la clave en el diferencial de tipos de interés?

El argumento basado en el diferencial de intereses nos indica que una ampliación del diferencial de intereses sobre los activos denominados en esa moneda juega a favor de esa divisa. Nuevamente, se puede discutir si el tipo más relevante es el del mercado monetario o la rentabilidad de los bonos, y si se trata del tipo al contado o el tipo forward que incorpore las expectativas de evolución futura de los tipos, pero no merece la pena entrar en esas disquisiciones porque cualesquiera que sean los tipos de interés elegidos se obtienen resultados muy similares.

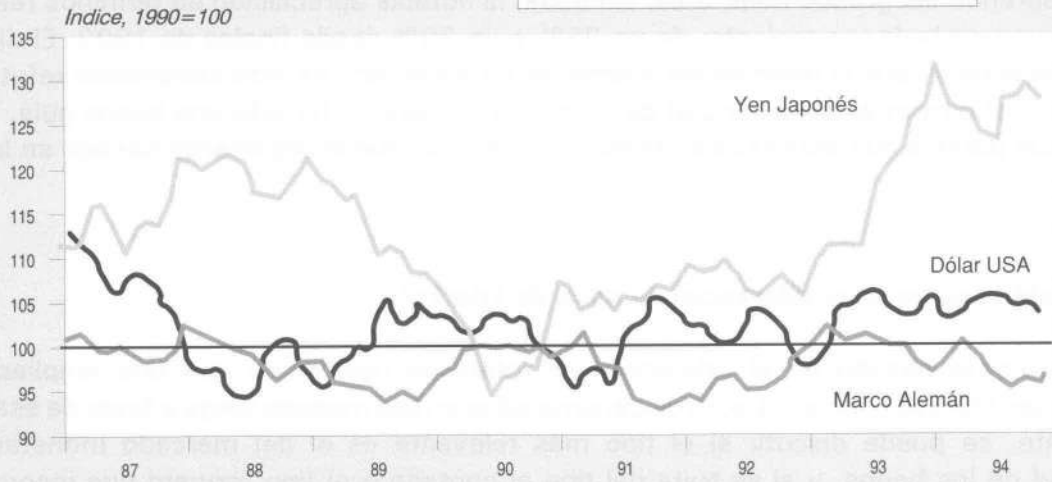
Una rápida inspección de un gráfico como el gráfico núm. 4 tranquilizaría a los creyentes en la potencia del diferencial de intereses como motor de la evolución de las cotizaciones cambiarias. La evolución del tipo de cambio marco-dólar aparece claramente correlacionada con la evolución del diferencial de tipos de interés. Esta era una de las bases para argumentar a finales del año pasado en favor de una apreciación del dólar. Dado que se esperaba que los tipos de interés se movieran al alza en Estados Unidos, y estables o a la baja en Europa y Japón debido a las bien diferentes condiciones cíclicas de las economías respectivas, el diferencial de intereses jugaría claramente a favor del dólar.

Pero un examen más atento del propio gráfico núm. 4 revela la insuficiencia de esta explicación. A pesar de que el marco (según los argumentos basados en la paridad del poder de compra) no se encontraba infravalorado, y a pesar de que se amplió el diferencial de intereses en favor del dólar, a partir de principios de este año la relación se quiebra, y con un diferencial de intereses al alza tenemos un dólar a la baja.

Pero además, el caso del yen es aún menos reconfortante para el argumento basado en el diferencial de intereses. Una ilustración de ello nos la ofrece el gráfico núm. 5. En primer lugar, en el caso del yen ya no está en absoluto tan clara la correlación entre diferencial de intereses y tipo de cambio. Y la divergencia reciente entre la evolución del diferencial de intereses y la del tipo de cambio ha sido mucho más prolongada. Desde mediados de 1991 se viene ampliando el diferencial a favor de Estados Unidos sin que el dólar haga otra cosa que depreciarse frente al yen. Históricamente, no parece que el diferencial de intereses sea un elemento suficiente de soporte del dólar frente al yen hasta que el diferencial de tipos a 3 meses alcance un nivel de al menos 3 puntos porcentuales.

GRAFICO NUM. 3

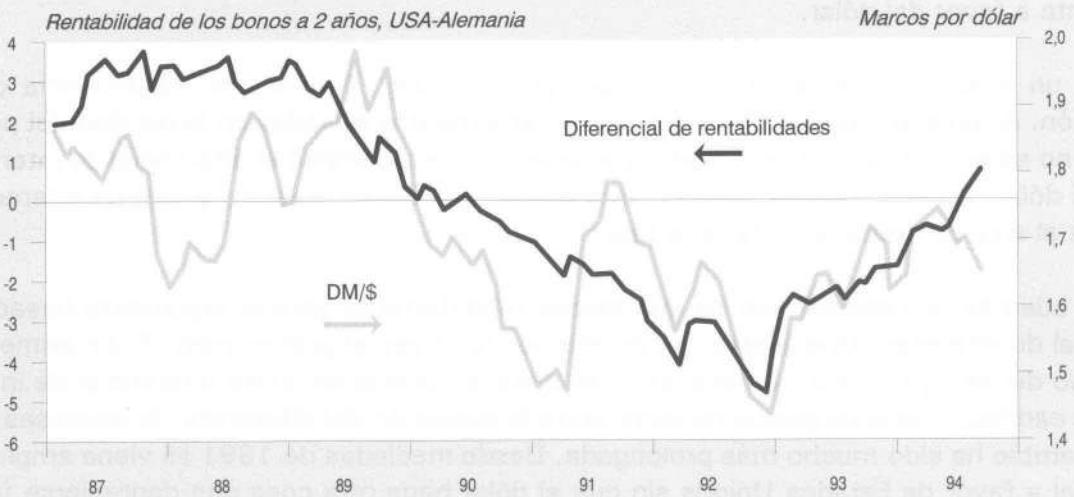
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES DEL DOLAR, EL MARCO Y EL YEN



Fuente: J.P. Morgan.

GRAFICO NUM. 4

EL DIFERENCIAL DE TIPOS USA-ALEMANIA Y EL TIPO DE CAMBIO



Fuente: J.P. Morgan.

En suma, la clave tampoco parece estar en el diferencial de los tipos de interés. Nótese, además, la asimetría. La confianza en la apreciación del dólar se asentaba fundamentalmente en argumentos de tipo paridad del poder adquisitivo en el caso del yen, y fundamentalmente en argumentos de tipo diferencial de intereses en el caso del marco alemán. Ello debía haber disparado la señal de alarma de que en ninguno de los dos argumentos se podía fundamentar sólidamente una apreciación del dólar frente al resto de las principales monedas. Pero entonces, ¿hacia dónde tenemos que mirar?

4. El papel determinante del mercado internacional de capitales para fijar los precios de activos.

Es el momento de cambiar de tercio, y prestar atención al equilibrio de la oferta y la demanda internacionales de capitales. Tradicionalmente, Japón y Alemania han sido los países con superávits de balanza por cuenta corriente, y oferentes netos de capital para el resto del mundo, mientras que Estados Unidos y los países en desarrollo incurrían en déficit de balanza corriente y eran demandantes netos de capital exterior. El esquema era relativamente estable, porque los ahorradores de Japón y Alemania -países superavitarios- invertían de buen grado su excedente de capital en los países deficitarios.

Pero este esquema ha comenzado a resquebrajarse en los últimos años debido a un cúmulo de factores:

- Los países deficitarios e importadores tradicionales de capital han empezado a su vez desear exportar capital. Los inversores de los países deficitarios y, notablemente, Estados Unidos, han desarrollado un apetito por la diversificación internacional de carteras que han intentado satisfacer con la colocación de fondos en activos exteriores.
- Alemania ha dejado de tener un elevado superávit corriente, debido al impacto de la reunificación con Alemania del Este. Ahora Alemania tiene necesidad de los fondos que antes exportaba al extranjero, y en los últimos años se ha convertido en demandante neto de capitales.
- Los inversores japoneses se muestran más reticentes a invertir en activos extranjeros y, en particular, en activos denominados en dólares. En primer lugar, ya tienen un elevado volumen de capital invertido en el extranjero, inversiones sobre las que han registrado cuantiosas pérdidas en los últimos tiempos. Además, las autoridades japonesas vienen recomendando a los inversores institucionales de aquel país una política más prudente de inversión exterior y cobertura.
- Los países en desarrollo han incrementado su demanda de capital. Por una parte, las economías de los países en transición (Europa del Este y antigua Unión Soviética) necesitan enormes sumas de capital para equipararse en dotaciones de infraestructura y capital a las economías de mercado; el ejemplo de Alemania del Este nos indica la magnitud de esta necesidad. Por otra, el rápido crecimiento de América Latina y sobre todo de Asia en los últimos años genera necesidades adicionales.

En resumen, se ha reducido la oferta neta de capitales, y quienes tienen dinero para invertir se resisten a colocar en algunos de los países que lo demandan. La suerte del dólar parece estar echada.

Conviene documentar estos rasgos básicos con las cifras que los respaldan. El cuadro núm. 3 ilustra la aparición de estos desequilibrios desde una primera perspectiva, la de los flujos de ahorro e inversión. Como puede verse, Estados Unidos sufre un problema crónico de insuficiencia del ahorro nacional. Su tasa de ahorro es menos de la mitad de la de Japón, y muy inferior también a la de la Unión Europea y el resto del mundo. Así, aunque el porcentaje del PIB que dedica a inversión sea muy inferior a del resto de los bloques, continúa siendo un demandante neto de fondos del exterior. Las previsiones del FMI indican que esta necesidad de fondos no sólo no se está reduciendo, sino que se ampliará en el futuro inmediato. En este cuadro se pone de manifiesto asimismo que el shock temporal de la reunificación quedará corregido, y que este año y el próximo la Unión Europea volverá a ser oferente neto de fondos. Las crecientes necesidades de financiación de los países emergentes quedan asimismo ilustradas por estos datos.

CUADRO NUM. 3

CUESTAS DE FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMIA MUNDIAL									
(Todos los datos en % del PIB)									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994p	1995p
Estados Unidos									
Ahorro nacional	16.0	16.6	16.4	15.2	14.6	13.9	14.9	15.6	16.0
Inversión	18.9	18.4	18.2	16.9	15.2	15.5	16.2	17.4	18.0
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	-2.9	-1.8	-1.7	-1.7	-0.6	-1.6	-1.3	-1.8	-2.0
Unión Europea									
Ahorro nacional	20.3	21.1	21.6	21.1	19.9	19.0	18.7	19.4	20.0
Inversión	19.8	21.0	21.7	21.6	20.9	20.0	18.6	19.0	19.5
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	0.5	0.1	-0.2	-0.5	-1.0	-1.0	-	0.3	0.5
Japón									
Ahorro nacional	32.3	33.4	33.8	34.0	34.7	34.4	33.5	32.6	32.0
Inversión	28.7	30.6	31.8	32.8	32.5	31.2	30.4	29.6	29.3
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	3.6	2.7	2.0	1.2	2.2	3.2	3.1	3.0	2.7
Países en desarrollo									
Ahorro nacional	24.5	24.5	25.1	26.2	23.9	24.7	24.0	24.2	25.0
Inversión	25.1	25.8	26.2	26.7	25.4	26.2	26.5	26.5	27.0
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	-0.6	-1.3	-1.2	-0.5	-1.5	-1.4	-2.4	-2.3	-2.0

Nota: Las cifras para 1994 y 1995 son estimaciones del F.M.I.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas económicas mundiales". Mayo 1994

El otro lado de la moneda de estos desequilibrios básicos entre ahorro e inversión son su manifestación en los flujos de balanza de pagos. El cuadro núm. 4 recoge los saldos de la balanza por cuenta corriente en miles de millones de dólares y en porcentaje del PIB para los principales bloques del grupo de países industrializados, junto con las previsiones del F.M.I. para este año y el próximo. Desde la primera mitad de 1991, en que registró un superávit por primera vez en diez años, la balanza corriente americana se ha ido deteriorando de manera sostenida, y en el primer trimestre de este año llegó ya a la cifra de 32 mil millones de dólares, un nivel que no se alcanzaba desde 1988. La sólida recuperación económica en Estados Unidos está ampliando su déficit comercial, y las previsiones el F.M.I. son que el déficit corriente se amplíe hasta el 2.1% del PIB este año y el 2.3% el siguiente. Tras absorber el shock de la reunificación, la Unión Europea registró de nuevo un superávit corriente el pasado año, y la posición continuará

mejorando de forma sostenida. Entretanto, Japón continuará manteniendo su tradicional posición superavitaria.

CUADRO NUM. 4

BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994p	1995p
Estados Unidos									
Miles de millones de \$	-167.3	-127.2	-101.6	-91.9	-8.3	-66.4	-109.2	-140.3	-165.9
% del PIB	-3.7	-2.6	-1.9	-1.7	-0.1	-1.1	-1.7	-2.1	-2.3
Japón									
Miles de millones de \$	87.0	79.6	57.2	35.8	72.9	117.6	131.4	133.4	125.7
% del PIB	3.6	2.7	2.0	1.2	2.2	3.2	3.1	3.0	2.7
Unión Europea									
Miles de millones de \$	30.2	12.3	1.3	-15.1	-65.5	-67.8	2.4	19.1	30.4
de la cual: Alemania									
Miles de millones de \$	45.9	50.5	57.5	47.3	-19.9	-25.3	-21.9	-13.0	-10.6
% del PIB	4.1	4.2	4.9	2.9	-1.2	-1.3	-1.2	-0.7	-0.5

Nota: Las cifras para 1994 y 1995 son estimaciones del F.M.I.
Fuente: Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas económicas mundiales". Mayo 1994

Pero el mero examen de los datos de balanza corriente no transmiten la verdadera magnitud del problema, que se revela en su dimensión apropiada al considerar asimismo los flujos de balanza de capital. Como indica el cuadro núm. 5, la posición de la balanza de capitales de Estados Unidos indica un deterioro aún mayor, tanto por el lado de las entradas de capital como por el de las salidas.

En los años 1987-88, cuando el déficit de la balanza corriente se acercaba a los niveles actuales, las compras de bonos y acciones extranjeros por parte de residentes de Estados Unidos se situaba en torno a 7 mil millones de dólares. En 1993, alcanzó los 131 mil millones de dólares, un nivel unas 20 veces superior. Los factores que han influido en esta creciente internacionalización de las carteras de los inversores estadounidenses son diversas. Las mejoras de las tecnologías de información y de liquidación de operaciones, la liberalización mundial de los movimientos de capital, la concentración creciente de la gestión de carteras en un grupo reducido de gestores de fondos altamente profesionalizados y la mayor información sobre mercados extranjeros ha hecho más consciente a la comunidad de inversores institucionales estadounidenses de las oportunidades existentes en otros países. La disparidad en el ciclo económico y en la evolución de los precios de acciones y bonos entre Estados Unidos y otros mercados hicieron destacar aún más las ventajas de la diversificación internacional.

CUADRO NUM. 5

BALANZA DE CAPITAL DE ESTADOS UNIDOS									
(Miles de millones de dólares)									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994p	
Balanza por cuenta corriente	-167.3	-127.2	-101.6	-91.9	-8.3	-66.4	-109.2	-146.6	
Balanza de capital a largo plazo	29.3	38.7	46.3	-29.7	9.2	19.2	-21.4	-115.0	
Entradas de capital	34.6	46.6	68.4	-0.9	54.0	67.2	103.9	10.0	
Salidas de capital	-5.3	-7.8	-22.1	-28.8	-44.7	-48.0	-125.4	-125.0	
Balanza básica	-138.0	-88.5	-55.3	-121.6	0.9	-47.2	-130.6	-261.6	

Fuente: J.P. Morgan Economic Research.

Esta tendencia va a continuar, dado que los objetivos de diversificación de los gestores de cartera estadounidenses aún no han sido alcanzados. Así, en los cuatro primeros meses del año, los fondos de inversión adquirieron títulos extranjeros por valor de alrededor de 30 mil millones de dólares. En el año curso, la suma del déficit de la balanza por cuenta corriente y de las salidas de capital de Estados Unidos podría incrementar la oferta mundial de dólares en unos 270 mil millones de dólares.

¿Existe demanda suficiente para tanta oferta? Los inversores extranjeros también están diversificando internacionalmente sus carteras, y como resultado, adquieren activos estadounidenses. Así, las compras de títulos estadounidenses por parte de extranjeros se incrementaron un 55% respecto al año anterior. De ellas, el 83% correspondieron a compras de bonos. A pesar de ello, estas entradas fueron insuficientes para compensar el enorme flujo de salidas, de tal forma que la balanza de capital de cartera a largo plazo entró en déficit por primera vez desde 1980. El comienzo de este año no ha sido particularmente benévolo para los mercados de bonos y de acciones, que han experimentado caídas muy pronunciadas. En consecuencia, la inversión extranjera se ha empezado a retraer notablemente (como documentamos más abajo para el caso de Japón) y este año no superará probablemente los 10 mil millones de dólares.

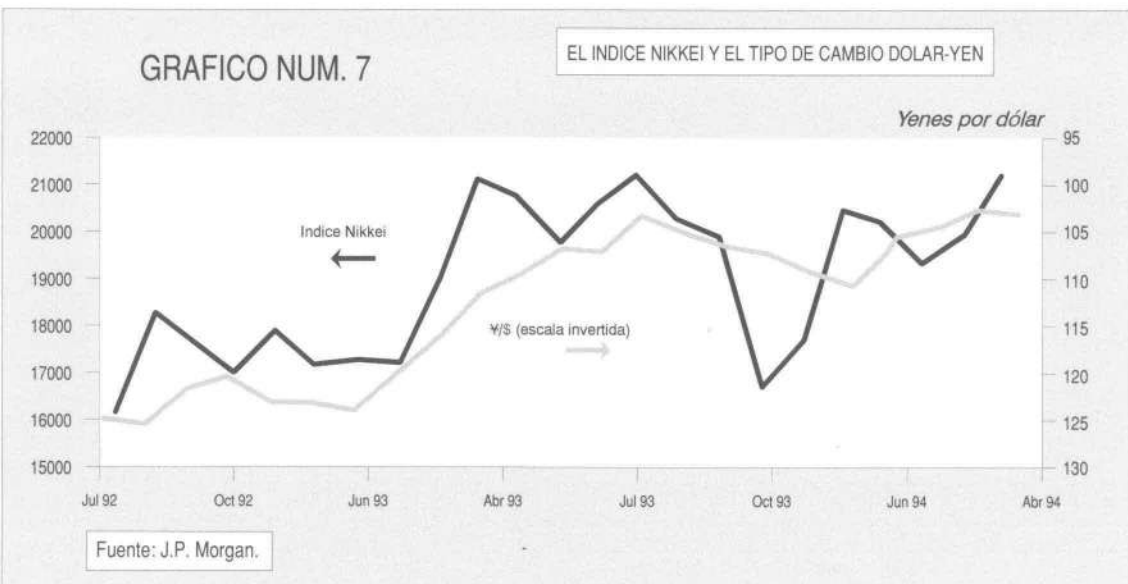
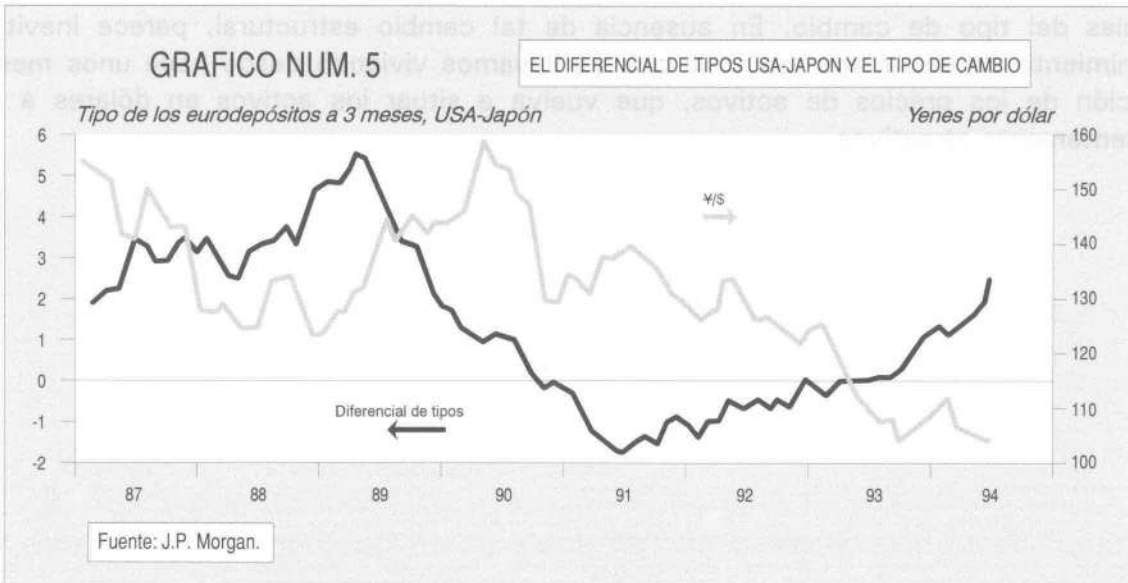
El resultado neto de estos tres componentes -balanza corriente, entradas y salidas de capital- fue en 1993 un déficit de 131 mil millones de dólares, sólo marginalmente superior al déficit alcanzado en 1987, el año del crash financiero.

La súbita pérdida de atractivo de los mercados de bonos y acciones estadounidenses para sus principales compradores. Los inversores japoneses, queda de manifiesto en las cifras de la balanza de capital de Japón, que se recogen en el gráfico núm. 6. A principios de este año se produjo una masiva repatriación de capital hacia Japón, que hay que sumar al elevado superávit por cuenta corriente. Con tan significativo aumento de la demanda, no hay que sorprenderse por la apreciación del yen. La repatriación de capitales hacia Japón y la consiguiente apreciación del yen parecen claramente ligadas al atractivo relativo de los activos japoneses. El gráfico núm. 7 documenta esta relación o correlación. A medida que la bolsa japonesa ha ido ganando en nivel tal como se mide, por ejemplo, por el índice Nikkei (como refleja el gráfico núm. 7), el yen se ha ido apreciando en paralelo.

5. Perspectivas.

En definitiva, los equilibrios o desequilibrios básicos entre flujos financieros nos indican la dirección fundamental del cambio en la cotización de las divisas. Sólo cuando un país se enfrenta a una situación *sostenible* de balanza de pagos (que no tiene por qué necesariamente significar un equilibrio o un superávit de balanza corriente), cabrá esperar que su moneda no se deprecie. En los próximos años, volverá al primer plano de la atención el equilibrio fundamental de balanza de pagos como guía básica para tratar de evaluar el valor adecuado de las monedas, y en este escenario los países crónicamente deficitarios que sean incapaces de atraer capital se verán abocados a la depreciación de sus divisas.

En el contexto actual, la intervención concertada de los bancos centrales del G-7 podría momentáneamente detener la marea, pero eventualmente se verá desbordada por ella. Sólo un acercamiento entre los parámetros básicos de los grandes bloques económicos industrializados (con un incremento de la tasa de ahorro en Estados Unidos, y un incremento del consumo y el gasto en Japón y Alemania) podría eventualmente restaurar los equilibrios básicos a los niveles



actuales del tipo de cambio. En ausencia de tal cambio estructural, parece inevitable el advenimiento de una etapa -como la que ya llevamos viviendo desde hace unos meses- de deflación de los precios de activos, que vuelva a situar los activos en dólares a niveles suficientemente atractivos.



**ESTUDIO DE LA OCDE SOBRE EL EMPLEO: HECHOS,
ANALISIS Y ESTRATEGIAS**

José L. Raymond

Recientemente, junio del año en curso, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico ha publicado un interesante estudio sobre el empleo. Se trata de una problemática que no admite soluciones milagrosas. El informe de la OCDE no busca milagros. Aporta más bien una corriente de aire fresco en la discusión de un tema que se presta a planteamientos demagógicos y que afecta con especial intensidad a las economías europeas y española en particular. Está estructurado en las siguientes tres partes que seguidamente se comentan:

- I. Hechos esenciales.
- II. Análisis y consideraciones para la definición de una política.
- III. Principales elementos de una estrategia.

Al comentar un informe, indefectiblemente intervienen elecciones subjetivas en cuanto a los rasgos que se destacan. Esta exposición no pretende, por tanto, actuar como sustitutiva de la consulta del correspondiente informe por parte de los lectores interesados, ni en ocasiones hace justicia, por razones de espacio, a las matizaciones que el documento original contiene

I. HECHOS ESENCIALES.

El cuadro núm. 1, reproducido del informe de la OCDE después de introducir ciertas simplificaciones, destaca los rasgos esenciales del problema del paro en las principales áreas de la OCDE.

CUADRO NUM. 1

EL PERFIL DEL PARO EN LA OCDE				
	Tasa de paro en 1993			Porcentaje de paro de larga duración en el paro total
	Total	Jóvenes	Mujeres	
Estados Unidos	6,7	13,3	6,5	11,2
Japón	2,5	5,1	2,6	15,4
OCDE	7,8	15,1	8,2	28,6
Unión Europea	10,6	20,6	12,2	42,2
España	22,4	43,2	28,9	47,4

Tres rasgos destacan de este cuadro: La intensidad del problema del paro, la distinta incidencia del paro por colectivos y el tema relativo al desempleo de larga duración.

Con respecto a la intensidad del problema del paro, una comparación ilustrativa es la que se desprende de la consideración de Japón, Estados Unidos, la Unión Europea y España. De forma aproximada, un factor multiplicativo de dos permite relacionar las tasas de paro de estas cuatro zonas:

- En Japón, el paro es prácticamente inexistente. Según la OCDE, el mercado de trabajo bien desarrollado ha permitido a las empresas adaptarse a los cambios estructurales, reorientándolas hacia la producción de bienes de elevado valor añadido, a la vez que el grado de cualificación de la mano de obra ha ido en aumento.
- En los Estados Unidos la tasa de paro es de un 6,7 por 100. Se trata de una tasa de paro aceptable, sobre todo cuando se juzga desde los estándares europeos. En los últimos treinta años los Estados Unidos han creado un volumen de empleo próximo al 80 por 100. El crecimiento del empleo ha abarcado tanto a los colectivos de empleo muy cualificado como de empleo sin cualificación.
- En la Unión Europea la tasa de paro se aproxima al 11 por 100. El crecimiento del empleo ha sido muy lento (el volumen de población ocupada en términos de índice pasa de 100 en 1960 a 109 en 1993), y las ganancias de productividad se han conseguido por la reducción de la ocupación en los sectores tradicionales, más que por la reorientación de los recursos hacia actividades de alta tecnología y alta cualificación. En definitiva, la Unión Europea evidencia un mediocre funcionamiento del mercado laboral.
- La tasa de paro en España, del 22,4 por 100, desgraciadamente, supera todas las tasas de paro existentes en los restantes países de la Unión Europea. Entre 1980 y 1993 la economía española ha creado sólo un 1,6 por 100 de empleos (el valor del índice base 100 en 1960 se sitúa en 101,6 en 1993), mientras que la producción, medida por el PIB a precios constantes, se ha multiplicado por 3,89 en este período de tiempo. España es, sin duda, el país en el que el funcionamiento del mercado laboral ha sido más defectuosos en cuanto a su incapacidad para igualar oferta y demanda.

Atendiendo a colectivos, son los jóvenes quienes experimentan con mayor intensidad el problema del desempleo. La regla en este caso es que la tasa de paro de los jóvenes suele multiplicar por dos la tasa global de desempleo.

Finalmente, un fenómeno preocupante es el desempleo de larga duración. Se considera que un desempleado pertenece a esta categoría si lleva más de un año en tal situación. El dato relevante es que en Estados Unidos sólo un 11 por 100 del paro es de larga duración, mientras que en Europa este porcentaje se eleva al 42 por 100, y en España se sitúa en el 47 por 100. Un desempleado de larga duración pierde progresivamente capital humano (en definitiva, habilidades específicas para desempeñar un puesto de trabajo) y, por tanto, cada vez le resulta más difícil acceder a un empleo.

II. ANALISIS Y CONSIDERACIONES PARA LA DEFINICION DE UNA POLITICA.

Tres explicaciones frecuentes del problema del desempleo y que la OCDE descalifica, son las siguientes:

1. La tecnología como causa del paro.

2. Las importaciones provenientes de los países de bajos salarios.
3. La intensificación de la competencia que obliga a las empresas a mejorar su grado de eficiencia y a comprimir el empleo.

Con respecto a la primera línea argumental, cabe señalar que es precisamente en la fase de lento crecimiento de la productividad total de los factores, fundamentalmente a partir de 1973, cuando las economías europea y española comienzan a acumular desempleo. En condiciones adecuadas las mejoras de productividad se traducen en una expansión del output, no en una reducción del empleo.

En cuanto a las importaciones provenientes de los países de bajos salarios, Asia en particular, la OCDE señala que el peso de estas exportaciones representa sólo del orden de un 1,5 por 100 del gasto total en bienes y servicios de los países de la OCDE.

Finalmente, resulta también inadecuado tratar de explicar el problema del desempleo atendiendo a un exceso de competencia. Son, de hecho, las prácticas contrarias al mercado, consistentes en el mantenimiento artificial de puestos de trabajo, las que en última instancia generan un mayor desempleo al reducir la capacidad de adaptación de la economía y al reorientar recursos hacia actividades poco productivas. Se llega así a una situación en que la economía pierde capacidad para competir y en la que el aparato productivo no puede ofrecer a unos precios adecuados aquellos bienes que el mercado demanda. Se camina, en definitiva, hacia un callejón que conduce a la reducción de los niveles reales de renta.

En efecto, recurriendo a la historia para extraer enseñanzas, a fines de los sesenta la situación económica empezó a deteriorarse en las economías europeas, significando al respecto la primera crisis del petróleo de 1973 un cambio cualitativo importante. Las políticas sociales instrumentadas tuvieron su contrapartida en una reducción de la flexibilidad económica, a la vez que el sector público adquirió progresivamente un mayor protagonismo como generador de empleos. Este comportamiento de Europa contrasta con el de los Estados Unidos. En particular, en la economía americana los mercados laborales han preservado una mayor flexibilidad, a la vez que el sector público no ha adquirido tanto protagonismo como empleador. Ha sido el sector privado el agente creador de empleos netos, generalmente, altamente productivos. Es cierto que la flexibilización laboral, según señala la OCDE, comporta que determinados colectivos no cualificados perciban un reducido salario, pero este innegable coste social debe compararse con el alternativo derivado de un mercado laboral excesivamente rígido que les hubiese privado de la posibilidad de acceder a un empleo, y que también les hubiese privado del proceso de aprendizaje en el propio puesto de trabajo.

En esta tesitura, para la superación del problema del desempleo la OCDE recomienda la adopción de medidas estructurales en un contexto de estabilidad macroeconómica, caracterizada por unas finanzas públicas saneadas que no abordan el ahorro nacional y frenen el proceso inversor, por una reducida inflación que no distorsione las señales que los precios emiten y que no genere incertidumbre, y por un adecuado nivel de demanda global. No es evidente el momento más adecuado para la introducción de reformas estructurales. En períodos recesivos, la adopción de éstas tiende a dilatarse debido a que la caída del empleo, que en algunos sectores puede producirse, no queda garantizado que se compense con la creación de empleo en otros; por contra, en períodos expansivos la necesidad de cambios estructurales resulta menos evidente, si bien en tal contexto este tipo de medidas resultarían menos costosas.

El informe de la OCDE se refiere también a una serie de factores que inciden sobre la evolución del empleo:

- La tecnología: Si bien la tecnología elimina cierto tipo de empleos, crea a la vez otros. En general, destruye empleos de bajo salario y baja productividad y crea otros más productivos, mejor cualificados y más remunerados. Es indudable que el proceso comporta costes de ajuste y el papel de la política debe ser facilitar su asimilación. A través de un cambio en la estructura de las exportaciones en favor de sectores de alta tecnología, en las décadas de los setenta y ochenta Japón incrementó el empleo en el sector productos manufacturados en un 4 por 100, frente al 1,5 por 100 de aumento en los Estados Unidos. Por contra, en el mismo período de tiempo, la Unión Europea, que especializó sus exportaciones en sectores de bajo salario y baja tecnología, experimentó una caída del 20 por 100 en el correspondiente volumen de empleo.
- La flexibilización de los períodos de trabajo: La OCDE se decanta por la introducción de fórmulas menos rígidas de organización del tiempo de trabajo, proceso que debe discurrir en paralelo al desarrollo del sector servicios, y a la incorporación de nuevos colectivos al mundo laboral con distinto grado de dedicación. Esta mayor flexibilidad debe permitir a las empresas la mejor explotación de sus capacidades de producción y su adaptación a las variaciones de la demanda.
- El espíritu de empresa: El espíritu de empresa muestra signos de agotamiento en Europa. Son precisamente las empresas nuevas e innovadoras aquellas mejor capacitadas para explotar las oportunidades futuras. Los poderes públicos pueden contribuir positivamente en tal sentido eliminando reglamentaciones y controles administrativos que impiden un adecuado desarrollo, a la vez que facilitando la expansión de pequeñas y medianas empresas. Una parte sustancial de los recursos públicos se transfieren a las empresas grandes en forma de subsidios, lo que potencia un comportamiento oportunista de "búsqueda de rentas". Por contra, las pequeñas y medianas generalmente perciben poco apoyo. Con un coste presupuestario generalmente bajo, cabe mejorar el acceso de las nuevas empresas a los programas gubernamentales en áreas de investigación y desarrollo, de creación de empleo o de formación.
- Los frenos a la contratación: El informe de la OCDE se refiere a los elevados costes no salariales de la mano de obra (cotizaciones a la Seguridad Social y otras cargas sociales), a la existencia de reglamentaciones que limitan el abanico salarial y la adecuación entre oferta y demanda para determinado tipo de trabajadores poco cualificados, y a los posibles efectos adversos sobre las nuevas contrataciones derivados de la legislación relativa a la protección del empleo.

El informe llama la atención sobre la necesidad de "políticas activas del mercado de trabajo". Por políticas activas se entiende aquellas que faciliten el acceso al mercado de trabajo y al empleo, que potencien las cualificaciones necesarias y que mejoren el funcionamiento del mercado. A la vez, se insiste en la necesidad de facilitar el paso a la vida activa de los jóvenes que finalizan o abandonan la educación escolar o profesional. Se sugiere el sistema "dual" de formación por el aprendizaje vigente en Austria, Alemania y Suiza, países en los que la tasa de paro juvenil es relativamente baja, si bien se reconoce la dificultad de trasplantar el sistema a otros ámbitos culturales. Finalmente, se destacan los defectos de funcionamiento de los actuales sistemas de prestaciones sociales. El informe se refiere a lo que denomina "la trampa de la pobreza". La trampa de

la pobreza se produce cuando un perceptor de bajos salarios pierde todos o parte de los beneficios derivados de la protección social si sus ganancias salariales aumentan. La trampa de la pobreza elimina el incentivo a trabajar con mayor dedicación y a tratar de ascender en la escala salarial. Corregir este efecto desincentivo exige integrar el sistema de prestaciones sociales con el sistema fiscal.

III. PRINCIPALES ELEMENTOS DE UNA ESTRATEGIA.

El informe de la OCDE concluye con un conjunto de nueve recomendaciones que seguidamente se recogen:

1. Implementar una política macroeconómica apropiada basada en el control inflacionista, en la sanidad de las finanzas públicas y en la reorientación del gasto público, mejorando la eficiencia asignativa de este gasto.
2. Intensificar la creación y difusión de la tecnología. Se señala que a medio y largo plazo el cambio técnico es el principal motor del crecimiento de la producción y del empleo.
3. Incrementar la flexibilidad del tiempo de trabajo, lo que debe facilitar la acomodación de oferta y demanda. Los poderes públicos deben tratar de eliminar obstáculos legales en tal sentido.
4. Creación de un clima favorable a la empresa que aliente el nacimiento de nuevas empresas por el sector privado, eliminando el trato de favor que en ocasiones reciben las empresas grandes ya instaladas.
5. Incrementar la flexibilidad de los costes salariales y de los restantes costes de la mano de obra, eliminando las restricciones que impiden que los salarios reflejen las condiciones locales del mercado laboral y los niveles de aptitud individual, en particular para los trabajadores jóvenes.
6. Reformar las disposiciones legales en favor de la seguridad del empleo, dados los efectos adversos que una legislación excesivamente rígida puede tener sobre la propia creación de empleo.
7. Mejorar las políticas laborales, potenciando las denominadas "políticas activas tendentes a fomentar la reinserción en el empleo, en detrimento de las "pasivas" orientadas a garantizar un nivel de renta.
8. Mejorar la cualificación de la mano de obra, favoreciendo los niveles educativos iniciales, el paso de la escuela a la vida activa y los programas de formación continuada.
9. Reforma de los sistemas de financiación del paro y de prestaciones conexas, con objeto de reducir los efectos desincentivo que pueden potenciar la existencia de un paro de larga duración. Se trata, en definitiva, de incentivar el paso de una situación de desempleo a otra de ocupado, haciendo la diferencia de retribución lo suficientemente atractiva.

En conjunto, como al principio se ha señalado, el informe de la OCDE no presenta soluciones mágicas puesto que éstas no existen. Aborda con racionalidad económica el problema del

desempleo desde la óptica de un mercado, el laboral, que en Europa y en España en particular, no funciona. Se trata de un mercado que no es capaz de igualar oferta y demanda. Las recomendaciones se orientan a flexibilizar el precio, a favorecer los desplazamientos de la demanda de empleo y a facilitar la adecuación entre la estructura de la demanda y la estructura de la oferta, alertando de los riesgos derivados de las políticas de creación artificial de empleo. Quizás una lección que de la negativa experiencia europea con relación al problema del desempleo puede extraerse, es la incompatibilidad de ciertas políticas sociales con el objetivo de lograr unas tasas de paro aceptables. No es que las soluciones propuestas en el informe no estén exentas de costes, sobre todo porque se trata de planteamientos que en ocasiones puede que choquen con ciertos objetivos de equidad que las sociedades europeas tienen asumidos, pero, a la postre, éstos posiblemente sean más limitados que los derivados de la alternativa seguida, que en el conjunto de la Unión Europea se ha traducido en una tasa de paro de dos dígitos. Según las OCDE, la causa a nivel individual más importante de la elevación del paro, así como de la creciente incidencia de los puestos de trabajo de reducido salario, es la distancia creciente entre las necesidades de adaptación y de innovación de las economías y su capacidad e, incluso, su disposición a adaptarse. Alrededor de esta idea básica se estructuran las cincuenta páginas de que consta el informe reseñado.

SISTEMA FINANCIERO

LAS CAJAS DE AHORROS DURANTE EL EJERCICIO 1993

Juan Antonio Maroto Acín

La Asamblea General anual de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) es un punto de referencia habitual en nuestras páginas, que nos permite reflexionar sobre la situación económico-financiera, actividad y resultados de las cajas de ahorros españolas; tanto en lo que se refiere a su posición intrínseca, como en términos comparados respecto de sus principales competidores en el agregado de las entidades de depósito, los bancos.

A ese respecto, la cita anual de la LXIX Asamblea de la CECA acaba de tener lugar en Madrid, durante los días 22 y 23 de junio, con unas apretadas jornadas de trabajo que, como es tradicional y obligado por la importancia de este conjunto de entidades en nuestro sistema financiero, ha contado con la presencia de destacadas personalidades del Banco de España y de la Administración en sus sesiones de apertura y cierre; personificadas, respectivamente, en el Gobernador del Banco de España, Luis Angel Rojo, y en el Secretario de Estado de Economía, Alfredo Pastor. Autoridades que, como no es menos habitual, han aprovechado su presencia en un foro tan cualificado del sector para transmitirle sus sugerencias de actuación, en la línea de garantizar el proceso de consolidación en su posición de mercado y la estabilidad de sus resultados en el próximo futuro.

Hay que destacar, asimismo, como buena prueba de la permanente preocupación de Presidentes y Directores Generales de Cajas por la optimización de la posición patrimonial y los resultados del sector que, entre los documentos de trabajo estudiados y discutidos en la Asamblea, se encontraba una Ponencia única, estructurada en dos volúmenes, que pasaba revista a la situación actual de las Cajas de Ahorros y a la incidencia presente y futura sobre el sector de la informática y las telecomunicaciones, que constituyen el "mix" tecnológico sin el que ya no puede concebirse la actividad bancaria, y que ha dado en denominarse "banca electrónica".

Al hilo de esa cita anual de la LXIX Asamblea General de la CECA y de la presentación de los resultados de las cajas de ahorros durante el ejercicio 1993, desgranaremos ahora algunas reflexiones en clave comparativa con los bancos, que se ajustarán al esquema analítico usual de la Fundación FIES: entorno macroeconómico, posición de mercado, márgenes y estructura de costes, y eficiencia, rentabilidad y solvencia.

1. Algunos datos del entorno económico-financiero.

La percepción dominante al comienzo del ejercicio 1993, acerca de la actividad de bancos y cajas de ahorro, era la incertidumbre: tanto sobre la posible persistencia de los diferentes factores negativos, monetarios y financieros, que habían incidido de forma concatenada y desfavorable sobre los resultados del año 92, como acerca de la mayor caída de la actividad económica, que había penalizado en ese año la concesión de créditos y elevado la morosidad hasta máximos

históricos, al tiempo que había limitado el otras veces habitual recurso a los resultados extraordinarios, a causa del desplome de los mercados de activos financieros e inmobiliarios.

Conforme avanzaba el ejercicio 1993, se despejaban favorablemente algunas de tales incertidumbres, con la emergencia de factores de índole monetaria, como las sucesivas reducciones del coeficiente de caja, que lo rebajaban desde el 4,5 al 2% de los pasivos computables y que liberaban recursos que podían colocarse en condiciones retributivas de mercado, o la persistente rebaja de los tipos de interés; al igual que se asentaban los factores de carácter cambiario, después de reiteradas tormentas especulativas contra las monedas débiles del SME, una vez se producía en el sistema el realineamiento global de paridades y la fijación de la banda ampliada de fluctuación del 15%. Estos factores, junto a otros de carácter residual, como los paulatinos vencimientos de los activos vinculados al desaparecido coeficiente de inversión obligatoria y la amortización semestral de CEBEs, suponían una aportación reducida al margen financiero, pero incidían de manera perceptible en la rentabilidad de bancos y cajas de ahorros: por la colocación libre de los recursos antes sometidos a coeficiente, por la reducción del coste de la financiación en el mercado interbancario, y por el incremento en el resultado por operaciones financieras, tanto en lo relativo a la compraventa de divisas, como a las transacciones de unas carteras de renta fija revalorizadas y, en general, a las operaciones en moneda extranjera y a los contratos de futuros.

En cuanto a los factores de índole económica, que habían estado caracterizados en el año 1992 por la caída de la actividad económica y el deterioro de la posición de solvencia de las empresas españolas, seguían incidiendo negativamente en 1993 sobre los volúmenes y resultados de la actividad crediticia, reduciendo la demanda de créditos e incrementando la morosidad de la inversión crediticia constituida. No obstante lo cual, la mencionada reducción de los tipos de interés introducía el efecto favorable de la paulatina disminución del coste del capital de las empresas y, con él, la reducción de la tasa de rentabilidad requerida para las nuevas inversiones productivas y la recuperación de la capacidad de hacer frente a los pagos contraídos, atenuando el ritmo de crecimiento de la morosidad.

Adicionalmente, y en el ámbito sectorial de las entidades de depósito, se producían durante 1993 sendos hechos de trascendencia: uno, puntual y afortunadamente aislado y ya resuelto, como la crisis de BANESTO, que sin embargo introducía un sesgo negativo en los resultados que ha sido necesario corregir, para no imputar al ejercicio los saneamientos excepcionales exigidos por su déficit patrimonial; y otro, que ya venía definido por caracteres de persistencia y acrecentamiento durante los últimos años, como es la concentración y grado de competencia del sector, y que ha seguido produciendo durante 1993 los efectos de elevar las exigencias de eficiencia y competitividad para las entidades y la dispersión de los resultados respecto de la media del sector.

Este acrecentamiento de la competencia, auspiciado por la permanente desregulación e internacionalización de la actividad bancaria, se ha manifestado durante 1993 en una "guerra" ya tradicional por la captación de pasivos, mediante las "superlibretas", y en otra nueva, la de "las hipotecas", que ha supuesto trasladar también al activo una competencia cuyos resultados globales aparecen inciertos, ante la evolución actual de los tipos de interés. La disminución de éstos tenderá, en efecto, a repercutir directa e inmediatamente en menores productos financieros, pero encontrará una gran rigidez en la pretensión de disminuir los tipos pasivos, sobre todo en los casos de cuentas corrientes y transaccionales de retribución prácticamente nula y en cuentas "de ahorro" mantenidas por clientes poco fieles a las entidades y muy sensibles al incentivo del tipo de interés. Se vaticina así una rápida compresión del margen financiero, sobre todo en las

entidades que realizan banca minorista; lo que requerirá de ellas actuaciones enérgicas sobre la estructura y cuantía de sus costes de explotación, para evitar que sus efectos se trasladen al resultado final.

2. Posición de mercado.

Las circunstancias del entorno macroeconómico constituyen una condición necesaria para la competitividad de las entidades financieras, y en tal sentido ya se ha hecho mención de la sensible mejora que han supuesto para el marco de actuación de las entidades financieras determinados factores monetarios y económicos del año 1993. Pero tales factores no son recurrentes, y una vez manifestados sus efectos en el patrimonio y los resultados del ejercicio, han de ser las actuaciones individuales de cajas y bancos las que aprovechen o padezcan las circunstancias del nuevo entorno competitivo, cada vez más volátil y restrictivo.

La posición de mercado es el reflejo de esas actuaciones individuales de las entidades de depósito, que tienen unos efectos que trascienden del propio ejercicio económico y que se generan mediante estrategias y políticas comerciales, que definen las líneas de negocio y posicionan a la entidad frente a los segmentos de clientela. Dado el carácter de intermediarios financieros de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, esa posición de mercado puede analizarse en las vertientes de la captación de depósitos y en la concesión de créditos, y sus datos de los dos últimos años, circunscritos al sector de residentes, pueden consultarse en el cuadro núm. 1.

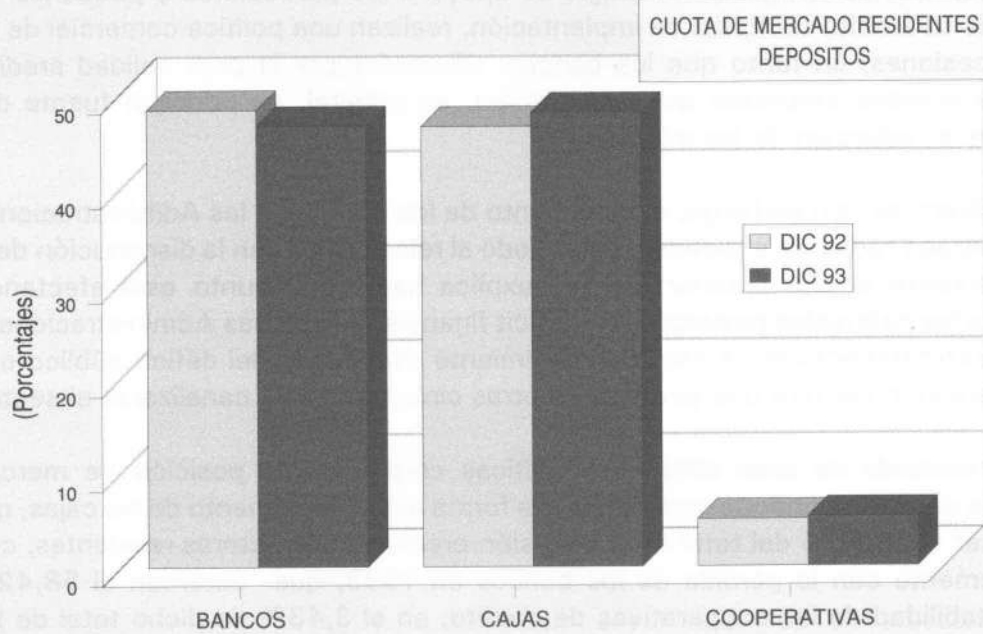
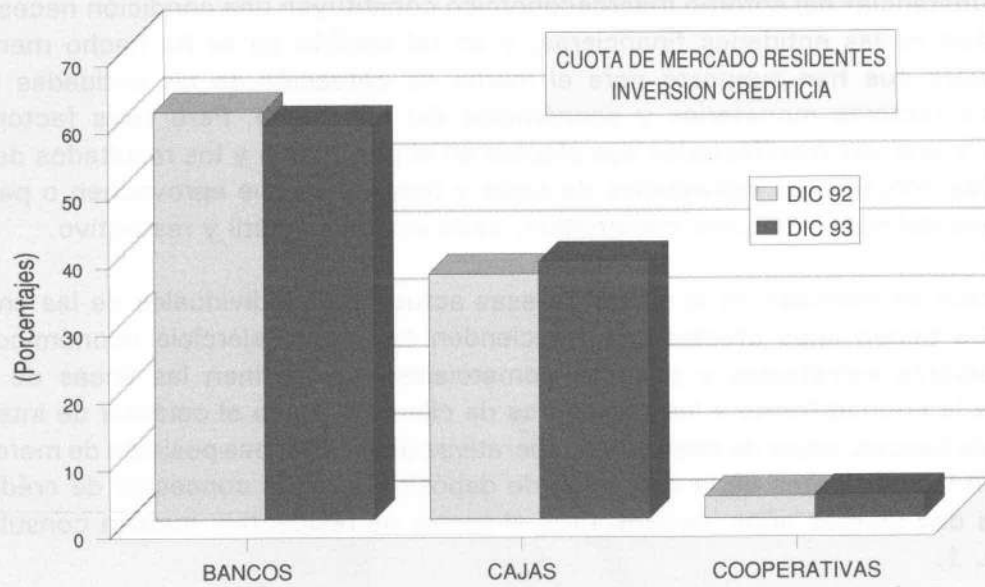
Atendiendo a la inversión crediticia en residentes, las cajas, y en menor medida las cooperativas, movidas por una estrategia de apoyo a los particulares y pequeñas y medianas empresas de su ámbito territorial de implantación, realizan una política comercial de incremento de las concesiones; en tanto que los bancos, afectados por la peor calidad crediticia de las medianas y grandes empresas que constituyen, en general, su principal fuente de negocio, persisten en la reducción de las mismas.

Debe advertirse, sin embargo, el incremento de los créditos a las Administraciones Públicas que han realizado todas las entidades, sobre todo al relacionarlo con la disminución de ese mismo concepto durante el año anterior; porque explica hasta qué punto está afectando la crisis económica a las habituales posiciones de déficit financiero de dichas Administraciones, y porque aporta nuevas perspectivas de cómo el crecimiento desbocado del déficit público exige captar recursos para su cobertura que podrían, en otras circunstancias, canalizarse al sector privado.

Como resultado de esas diferentes políticas crediticias, la posición de mercado de las entidades de depósito continúa cambiando, de forma que el incremento de las cajas, que las lleva ya a justificar el 38,15% del total de la inversión crediticia en sectores residentes, corresponde casi exactamente con la pérdida de los bancos en 1993, que ostentan el 58,42%, ante la habitual estabilidad de las cooperativas de crédito, en el 3,43% de dicho total de la inversión crediticia. Aspectos que pueden visualizarse en el gráfico núm. 1.

Por lo que se refiere a los depósitos de residentes, el cambio de la estrategia comercial de los bancos, que ha supuesto su incursión en las líneas habituales de negocio de las cajas, con el lanzamiento masivo de "superlibretas" en la primera mitad de 1993, ha modificado las cifras de incremento relativo que habían mostrado las cajas en este apartado durante el ejercicio 92; en tanto que la competencia entre unas y otras entidades y la mayor "cultura financiera" de los

GRAFICO NUM. 1



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

depositantes han consolidado la traslación de sus colocaciones hacia las opciones de mayor plazo y remuneración.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE ACTIVO Y PASIVO EN EL AÑO 1993				
Bancos	Dic 92	Dic 93	Variación	%
Inversión crediticia residentes	23.998.346	23.955.600	-42.746	-0,18
Administraciones públicas	1.617.370	1.805.900	188.530	11,66
Otros sectores residentes	22.380.976	22.149.700	-231.276	-1,03
Depósitos residentes	18.920.802	19.873.200	952.398	5,03
Administraciones públicas	1.028.466	816.600	-209.866	-20,41
Otros sectores residentes	17.892.336	19.054.600	1.162.264	6,50
Depósitos en pesetas	17.637.088	18.660.900	1.023.812	5,80
A la vista	6.565.254	6.429.500	-135.754	-2,07
De ahorro	3.562.924	3.906.300	343.376	9,64
A plazo	7.508.913	8.325.100	816.187	10,87
Depósitos en moneda ext	255.255	393.700	138.445	54,24
Cajas de ahorros	Dic 92	Dic 93	Variación	%
Inversión crediticia residentes	14.418.222	15.644.000	1.225.778	8,50
Administraciones públicas	1.392.535	1.540.300	147.765	10,61
Otros sectores residentes	13.025.687	14.103.700	1.078.013	8,28
Depósitos residentes	18.226.239	20.472.500	2.246.261	12,32
Administraciones públicas	687.695	614.700	-72.995	-10,61
Otros sectores residentes	17.538.544	19.857.800	2.319.256	13,22
Depósitos en pesetas	17.498.352	19.807.600	2.309.248	13,20
A la vista	2.656.779	2.826.500	169.721	6,39
De ahorro	5.921.466	6.221.000	299.534	5,06
A plazo	8.920.112	10.760.100	1.839.988	20,63
Depósitos en moneda ext	40.202	50.300	10.098	25,12
Cooperativas de crédito	Dic 92	Dic 93	Variación	%
Inversión crediticia residentes	1.296.018	1.407.500	111.482	8,60
Administraciones públicas	50.313	58.000	7.687	15,28
Otros sectores residentes	1.245.705	1.349.500	103.795	8,33
Depósitos residentes	1.954.302	2.229.000	274.698	14,06
Administraciones públicas	40.808	35.000	-5.808	-14,23
Otros sectores residentes	1.913.494	2.194.000	280.506	14,66
Depósitos en pesetas	1.913.494	2.194.000	280.506	14,66
A la vista	294.341	336.500	42.159	14,032
De ahorro	573.015	657.800	84.785	14,80
A plazo	1.046.138	1.199.800	153.662	14,69
Depósitos en moneda ext				

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

No obstante, las cajas de ahorros siguen beneficiándose de su primera y mayor apuesta por la banca minorista, de su mayor cobertura territorial con la red de sucursales implantada y de la cultura de ahorro de su clientela, lo que se traduce en que, en el ejercicio 93, arrebatan a los bancos la primacía en la cuota de mercado de depósitos de residentes. Este fenómeno se observa claramente en el gráfico núm. 1, que muestra la ganancia de cuota de las cajas, hasta un 48,09%

del total de depósitos de residentes, la pérdida de los bancos, hasta un 46,68%, y la ligera ganancia de las cooperativas de crédito, hasta el 5,24% de dicho total.

También son de destacar, en este mismo apartado de las estrategias y políticas comerciales, dos factores: uno, la paulatina entrada de las cajas en la captación de depósitos en moneda extranjera, por lo que supone de ruptura de sus pautas habituales de comportamiento de años anteriores, condicionado por el retraso respecto a los bancos en acceder a este tipo de operaciones. Y otro, el comportamiento de las Administraciones Públicas, cuya relación con los intermediarios financieros, medida por la "ratio" Créditos/Depósitos, era en el año 92 del 157,26% en los bancos y del 202,49% en las cajas, y pasaba en el 93 a ser del 220,61% en los bancos y del 250,58% en las cajas. Estos datos reflejan de otra forma lo ya dicho acerca del incremento del déficit público, pero también una dispar actuación de las Administraciones Públicas frente a bancos y cajas, que perjudica la posición neta de éstas, al obligarlas a desempeñar un papel de otorgantes, más que de receptoras de fondos.

Finalmente, hay que realizar la matización habitual acerca del papel de los fondos de inversión como colocaciones alternativas a los depósitos del sector de residentes. Estos fondos superaban los 10 billones de pesetas al final del ejercicio 93, y en su gestión seguían teniendo un mayor peso los bancos que las cajas de ahorros. Esta matización permite considerar de otra forma la cuota de bancos y cajas, por ejemplo, atendiendo al total de recursos ajenos gestionados (que se componen de los "administrados" propiamente en balance y "en gestión" fuera de balance), por unas y otras entidades, que muestra unas cifras aproximadas del 69% para los bancos y del 31% para las cajas. Pero esto no debe hacer olvidar que la aportación a la rentabilidad de las entidades y su sensibilidad a las variaciones de los tipos de interés son muy diferentes por una u otra vía, y que la estrategia de negocio de los bancos, que apuesta más por la promoción de los fondos de inversión, afecta más a la cuantía y variabilidad de los resultados futuros que la de captación de depósitos, preferida por las cajas de ahorros.

3. Márgenes y estructura de costes.

El estudio de los márgenes sobre activos totales medios representa la forma habitual de análisis de los diferentes escalones del resultado de las entidades financieras y, al propio tiempo, permite evaluar la incidencia de los diversos componentes del coste entre unos y otros. En el cuadro núm. 2 se recoge la cuenta analítica de resultados de bancos (ajustados) y cajas, así como la del total de estas entidades de depósito, ofrecidas por el Banco de España⁽¹⁾. Los ajustes de las cifras de los bancos deben entenderse por una parte, en el sentido ya comentado al hilo de la crisis de Banesto, que supone eliminar de sus resultados negativos los derivados de ejercicios anteriores; y por otra, como en el caso de la Corporación Bancaria de España, que significa minorar de sus ingresos los dividendos percibidos de entidades de crédito del grupo.

El primer escalón del resultado, margen financiero o margen de intermediación, medido siempre sobre balance medio para relativizar las cifras absolutas sobre una base homogénea de comparación y paliar los efectos de la evolución del poder adquisitivo de la moneda, representa la incidencia del negocio tradicional de intermediación financiera y viene siendo durante los

(1) Puede verse un exhaustivo y desagregado tratamiento de dichas cuentas en: "La cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorros en 1993", *Boletín Económico del Banco de España* (abril, 1994), págs. 59-88. Incluye asimismo un Apéndice, con "La cuenta de resultados de las cooperativas de crédito en 1993".

últimos años mayor en las cajas que en los bancos, debido a las diferentes estrategias implantadas por unas y otras entidades.

CUADRO NUM. 2

CUENTA ANALITICA DE RESULTADOS									
	TOTAL			BANCOS (Ajustado)			CAJAS		
	mm.	% ATM	% Δ	mm.	% ATM	% Δ	mm.	% ATM	% Δ
Productos financieros	10.539	11,18	17,7	7.082	11,24	19,1	3.457	11,06	15,1
Costes financieros	-7.432	-7,88	21,9	-5.186	-8,23	23,6	-2.246	-7,18	18,1
Margen de intermediación	3.107	3,3	8,9	1.896	3,01	8,2	1.211	3,88	9,9
Otros productos ordinarios	741	0,79	21,1	558	0,89	15,8	183	0,59	40,6
Margen ordinario	3.848	4,08	11	2.454	3,89	9,9	1.394	4,46	13,2
Gastos de explotación	-2.393	-2,54	7,5	-1.524	-2,42	6,4	-869	-2,78	9,5
Margen de explotación	1.456	1,54	17,3	930	1,48	15,9	525	1,68	19,7
Venta de acciones, inmovilizado financiero e inmuebles	142	0,15	40,8	112	0,18	85,9	30	0,1	-26,3
Saneamientos e insolvencias	-734	-0,78	40,8	-455	-0,72	31,8	-279	-0,89	58,5
Otros saneamientos y dotaciones	-108	-0,11	45,6	-107	-0,17	1.399,6	-1	-	-98,1
Resultados extraordinarios	24	0,03	-65,6	4	0,01	-88,9	20	0,06	-37,4
Otros adeudos y abonos	18	0,02	-12,1	10	0,02	211,8	8	0,03	-54,6
Resultado antes de impuestos	798	0,85	-4,7	495	0,78	-10,3	303	0,97	6,3
Impuesto sobre beneficios	-229	-0,24	6,1	-154	-0,24	3,6	-76	-0,24	11,4
Resultado después de impuestos	568	0,6	-8,4	341	0,54	-15,4	227	0,73	4,7
PRO MEMORIA:									
Activos totales medios (ATM)	94.278		18,6	63.018		20,6	31.259		14,6

Fuente: Banco de España.

Las cajas tienen una estructura de capital económico volcada en la inversión crediticia en pesetas (46,9% del balance medio en 1993) y, en menor medida, en las colocaciones del interbancario (15,4%), y en la cartera de fondos públicos (11,8%); en tanto que los bancos se centran menos en la inversión crediticia (36% en igual año), y mucho más en los activos nominados en moneda extranjera (22,8%), así como en las colocaciones en entidades de crédito (18,7%). Por lo que se refiere a la estructura del capital financiero, las cajas se nutren prioritariamente de cuentas de acreedores en pesetas (69,3% del balance medio en 1993), mientras los bancos lo hacen con ese mismo origen en una menor cuantía (36,5%), así como también del mercado interbancario (19,1%) y de la financiación en moneda extranjera (20,6%).

En el ejercicio 93, la conjunción de esas estrategias de activo y pasivo ha continuado favoreciendo a las cajas. Desde el lado del activo, por la rigidez a la baja de la rentabilidad de la inversión crediticia constituida, fundamentalmente a largo plazo y de carácter hipotecario; por la revalorización de las carteras de deuda pública, ante la disminución de los tipos de interés; y por el mantenimiento de rendimientos elevados en las colocaciones del interbancario. Desde el lado del pasivo, por la rápida traslación de las reducciones de tipos a las diferentes colocaciones en pesetas, que han seguido ofreciendo además un menor coste que en la banca; y por su menor dependencia del interbancario y de la financiación en moneda extranjera, que se ha visto afectada por las devaluaciones sucesivas de la peseta.

En síntesis, el incremento nominal interanual de los productos financieros ha sido menor en las cajas (15,1%) que en los bancos (19,1%); pero también lo ha sido el de los costes financieros (18,1% frente al 23,6%, respectivamente); y sus correspondientes efectos en la cuenta de resultados han mostrado en 1993 un margen de intermediación sobre balance medio de las cajas superior al de los bancos (3,88% frente a 3,01%). En perspectiva temporal comparada, por otra parte, este hecho supone que se mantiene la paulatina reducción del margen financiero en cajas y bancos, que tiende a acercarlo rápidamente a los de las entidades bancarias de los restantes países de la UE; y, al propio tiempo, que las cajas continúan ampliando su diferencial de margen de intermediación con respecto a los bancos desde 1990.

En la transición hacia el margen ordinario, los otros productos ordinarios muestran en sus otros componentes la tradicional mayor apelación de los bancos al cobro de servicios no financieros y comisiones; pero también, en el último ejercicio sobre todo, muestran los efectos de la negociación que realizan las entidades financieras con sus carteras de valores y deuda, así como el que se deduce de sus operaciones en moneda extranjera y futuros. Las plusvalías inducidas por la caída de los tipos de interés en las operaciones sobre las carteras de deuda, y las generadas por la especulación contra monedas sometidas a presiones devaluadoras, entre otras operaciones de menor incidencia, han hecho que las operaciones con moneda extranjera hayan tenido en cajas y bancos un crecimiento interanual nominal del 60%, y las otras operaciones financieras un crecimiento del 60% en las cajas y del 504% en los bancos; aún cuando sus aportaciones al margen ordinario sobre ATM no hayan sido demasiado relevantes (0,15% en las cajas y 0,24% en los bancos).

Teniendo en cuenta esos factores puntuales y difícilmente recurrentes, la tendencia que subyace en los cobros de comisiones por productos y servicios no financieros es la de que parece haberse alcanzado un techo en el caso de los bancos (0,65% sobre ATM), y que se ve muy limitada la capacidad de incrementar este concepto de rendimiento por las cajas (que ya se sitúan en el 0,43% sobre ATM), ante la competencia acrecentada entre todas las entidades de depósito. El efecto final sobre el margen ordinario favorece de nuevo a las cajas, que incrementan de nuevo en 1993 un diferencial preexistente frente a los bancos.

Pasando al escalón siguiente del resultado, la repercusión de los gastos de explotación continúa mostrando un punto débil de la cuenta de resultados de las cajas respecto a los bancos. Su nivel sobre ATM resulta superior en los dos momentos temporales de referencia y, lo que es peor, su diferencial respecto de los bancos se incrementa hasta 0,19 puntos del balance medio, de los que 0,12 puntos lo son por la específica incidencia de los gastos de personal, cuyo incremento interanual nominal, durante los últimos años, siempre ha estado por encima del de los bancos.

Esta circunstancia no debe, sin embargo, conducir a un juicio apresurado en términos de eficiencia, ya que la índole minorista del negocio de las cajas, sus líneas de atención prioritaria a familias y pequeñas empresas, e incluso la distribución espacial de la demanda de sus clientes, pueden estar en el origen de una red de oficinas más densa y extensa que la de los bancos y con un tamaño medio por sucursal inferior a la de éstos. Aunque esta constatación, unida al estrechamiento continuado del margen financiero, sí debe inducir a las cajas a que presten una permanente atención hacia la racionalización de sus redes de sucursales, en número, dimensión y especialización. Pese a todo, en 1993, la repercusión de estos costes sobre el margen ordinario mantiene también la ventaja de cajas sobre bancos en el margen de explotación, que ya se había manifestado un año antes.

En las restantes partidas hasta el resultado antes de impuestos, las cifras de bancos y cajas ofrecen comportamientos dispares, aunque ajustados a la evolución de la coyuntura económica. La generación de resultados atípicos por venta de valores e inmuebles se recupera ostensiblemente en los bancos, como venía siendo habitual durante los ejercicios anteriores a 1992, conforme se atenúa la recesión de los mercados de activos financieros e inmobiliarios. Los saneamientos, dotaciones e insolvencias se siguen incrementando en bancos y cajas, por el deterioro de la calidad de los créditos y por las políticas de cobertura de las entidades en pro del mantenimiento de su solvencia. Y la afectación de todo ello sobre el escalón final de la cuenta de resultados analítica resulta, de nuevo, favorable a las cajas y evidencia su mejora relativa frente al año anterior, en el que habían alcanzado una similar posición sobre ATM que los bancos en este concepto.

A efectos de obtener una visión sintética de los comentarios anteriores, puede observarse el gráfico núm. 2, en el que aparecen representadas las diferencias bancos-cajas en los diferentes márgenes sobre ATM. Las gráficas que aparecen por debajo del nivel cero muestran así la mejor posición relativa de las cajas de ahorros, que desde 1992 ofrecen mejores resultados que los bancos en todos los conceptos de la cuenta analítica sobre balance medio.

4. Recursos generados, eficiencia y rentabilidad.

Los recursos generados (resultado antes de impuestos más amortizaciones, saneamientos e insolvencias y otros saneamientos y dotaciones) que se muestran en el gráfico núm. 3, relativizados por el balance medio de cajas y bancos, amplían la capacidad explicativa de las cifras de resultados con las del saneamiento y el mantenimiento de la funcionalidad de las entidades. También desde este indicador, es de resaltar la ventaja comparativa alcanzada por las cajas, manifestada ya en 1992, aún dentro de una tendencia a la baja en todas las entidades de depósito españolas. Tendencia que se justifica tanto por un factor coyuntural de crisis económica, que reduce el resultado neto y obliga a mayores dotaciones por saneamiento, como por otro factor estructural, derivado de la mayor competencia y que tenderá a asimilar los resultados de bancos y cajas españoles con los de sus competidores de la UE.

En lo relativo a la eficiencia, entendida tanto en el sentido de control de los costes como en la potenciación de los ingresos no financieros, el gráfico núm. 4 muestra la "ratio" de "otros productos ordinarios/margen ordinario", para cuantificar la proporción en que dichos productos, derivados del cobro de servicios y comisiones, son responsables del margen ordinario, y el gráfico núm. 5 la "ratio" de "gastos de explotación/margen ordinario", como forma de evaluar la eficiencia alcanzada por las entidades en el control y la racionalización de sus costes de transformación.

A partir del primero de esos gráficos, se puede apreciar la progresiva apelación de las cajas al cobro de servicios no financieros y comisiones, con un desfase respecto a los bancos que induce a pensar en las posibilidades de mejorar su rendimiento por este concepto. Aun así, debe recordarse que las cifras de 1993 incluyen factores coyunturales que desaparecerán en años sucesivos, y que la evolución de los bancos en este apartado durante los últimos años muestra un techo en la cuantía de los otros productos ordinarios sobre balance medio, que posiblemente sea superior al que puedan alcanzar las cajas, dada la mayor reticencia de la clientela de éstas a soportar la repercusión de dichos costes y a la eventual función redistributiva que puedan pretender por su específica finalidad social.

Atendiendo al segundo de los gráficos precitados, se puede apreciar la ya plena equiparación entre bancos y cajas en lo relativo al peso de sus gastos de explotación respecto del margen ordinario con el que ha de atenderse a su cobertura. En todas las entidades, los gastos de explotación representan aproximadamente el 62% de su margen ordinario, y ello mide la elevada variabilidad, y por tanto el relativamente elevado riesgo, que puede afectar al margen de explotación, de producirse eventuales reducciones en un margen ordinario que se encuentra comprometido en una cifra muy elevada, para la cobertura de unos costes crecientes y con una gran rigidez a la baja. Ese riesgo es el que justifica la necesidad de proseguir las actuaciones emprendidas por todas las entidades para la contención y racionalización de los gastos de explotación.

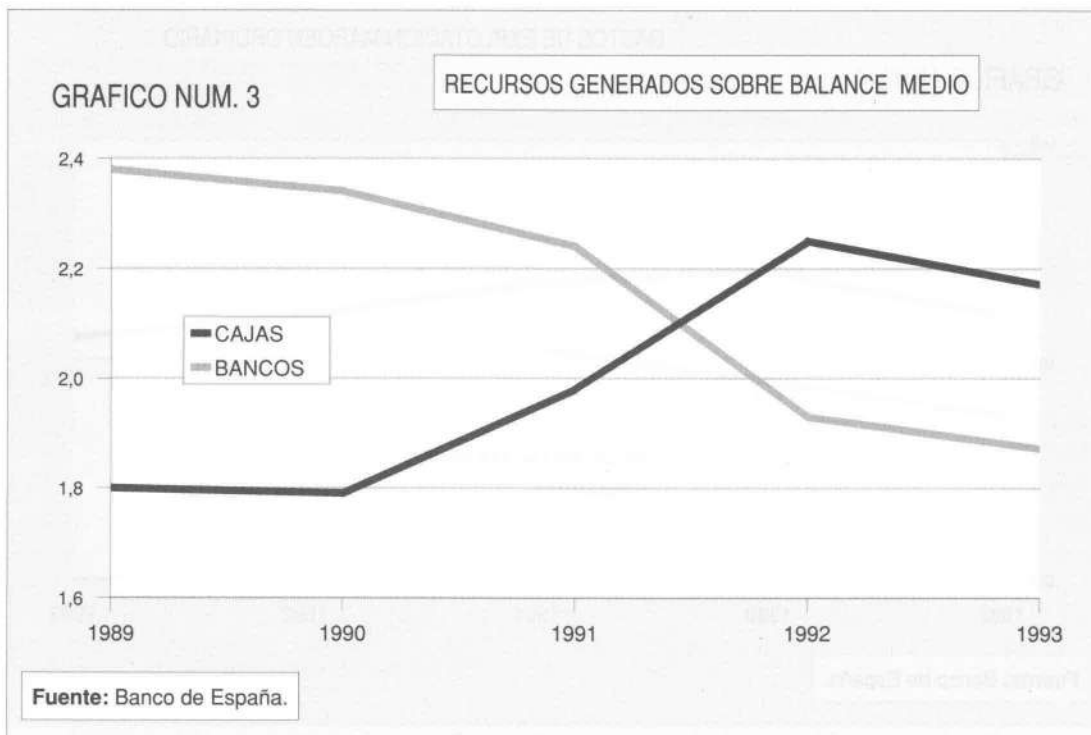
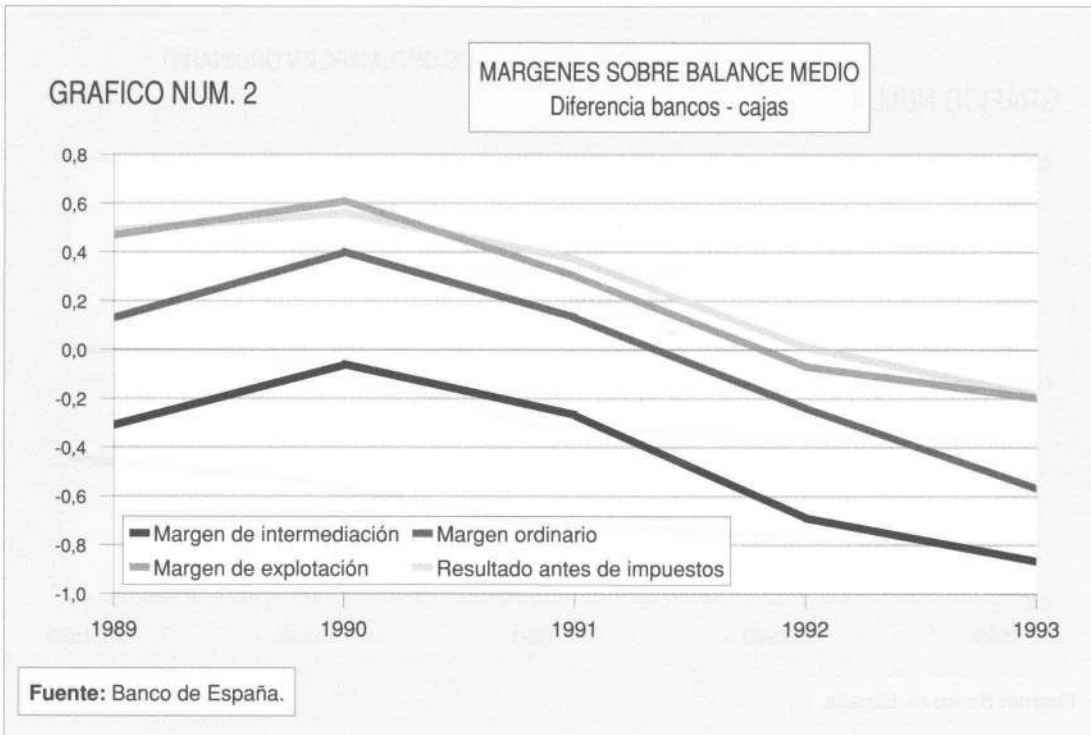
Finalmente, la rentabilidad constituye un complemento imprescindible para evaluar los resultados de las entidades financieras, aunque sea a costa de establecer criterios administrativos sobre las partidas que integran los recursos propios, que siempre podrán ser objeto de matices o discusión; y de asumir variaciones de representatividad en su serie histórica, por la incidencia continuada de procesos de concentración, que generan incrementos meramente contables en las cifras de tales recursos propios.

El gráfico núm. 6 sintetiza los componentes de dicha rentabilidad, a partir del desglose habitual de la rentabilidad de los recursos propios medios (ROE) en el producto de la rentabilidad económica sobre ATM (ROA) y del endeudamiento, tomado como cociente de los ATM y los recursos propios medios.

Pese a los factores favorables, de tipo de interés y de tipo de cambio, que se produjeron sobre todo en el primer semestre del ejercicio 93, la rentabilidad financiera de bancos y cajas muestra una tendencia decreciente, en la que las cajas mantienen la ventaja relativa que se inició en 1992.

Las causas de esa caída radican sobre todo en la disminución de la rentabilidad económica, que sigue afectando en mayor medida a los bancos que a las cajas, pero que también indica la convergencia entre unas y otras entidades, como resultado de la progresiva equiparación del negocio de intermediación financiera y de la acentuación de la competencia en el sector de las entidades de depósito, afectado además por una situación de crisis, cuyos efectos de cobertura de insolvencias y de atenuación de la demanda de créditos subsistirán en el ejercicio actual, pese a los indicios de reactivación económica del primer trimestre.

Por lo que se refiere a la "ratio" de endeudamiento, las cajas muestran una senda de estabilidad, derivada de la menor posibilidad actual de acumulación de reservas, dentro de las tradicionales mayores cifras de recursos ajenos que ofrecen respecto a los bancos, y que se deducen de su específica forma societaria. Simultáneamente, los bancos reducen en el ejercicio 93 su "ratio" de endeudamiento, debido a las pérdidas de algunas entidades y a la misma menor posibilidad que las cajas de acumular reservas, lo que también contribuye, por la vía del elevado apalancamiento financiero que es propio del negocio bancario, al efecto ya comentado de su menor rentabilidad financiera frente a la de las cajas de ahorros.



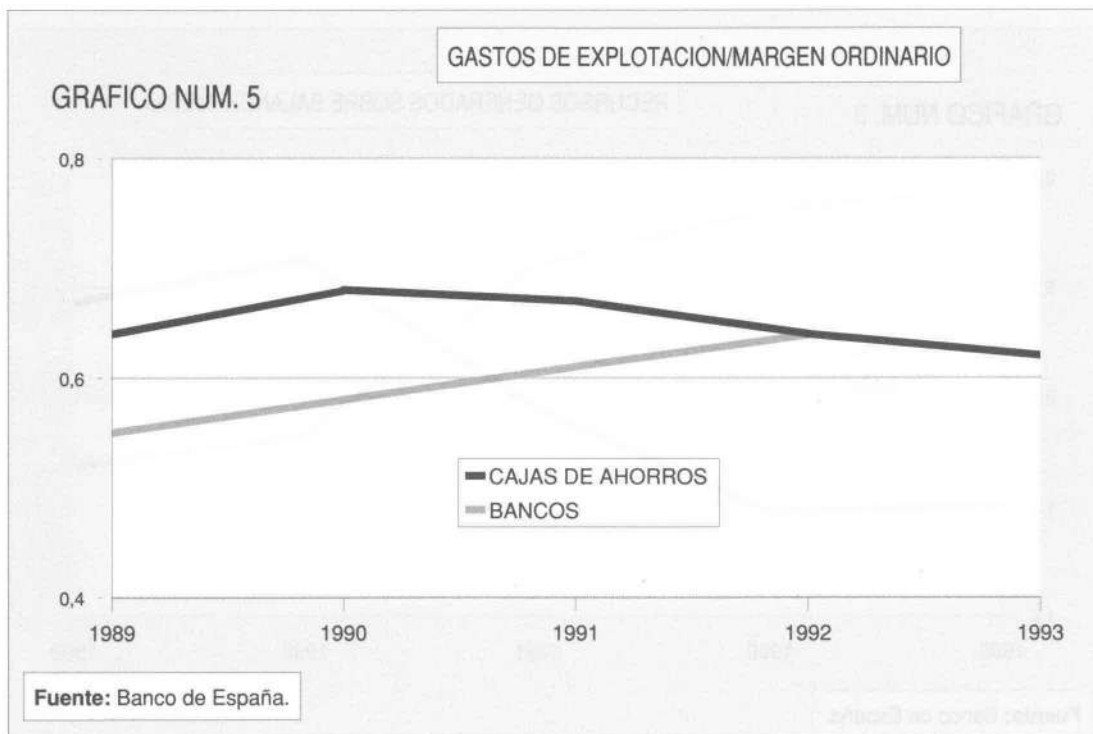
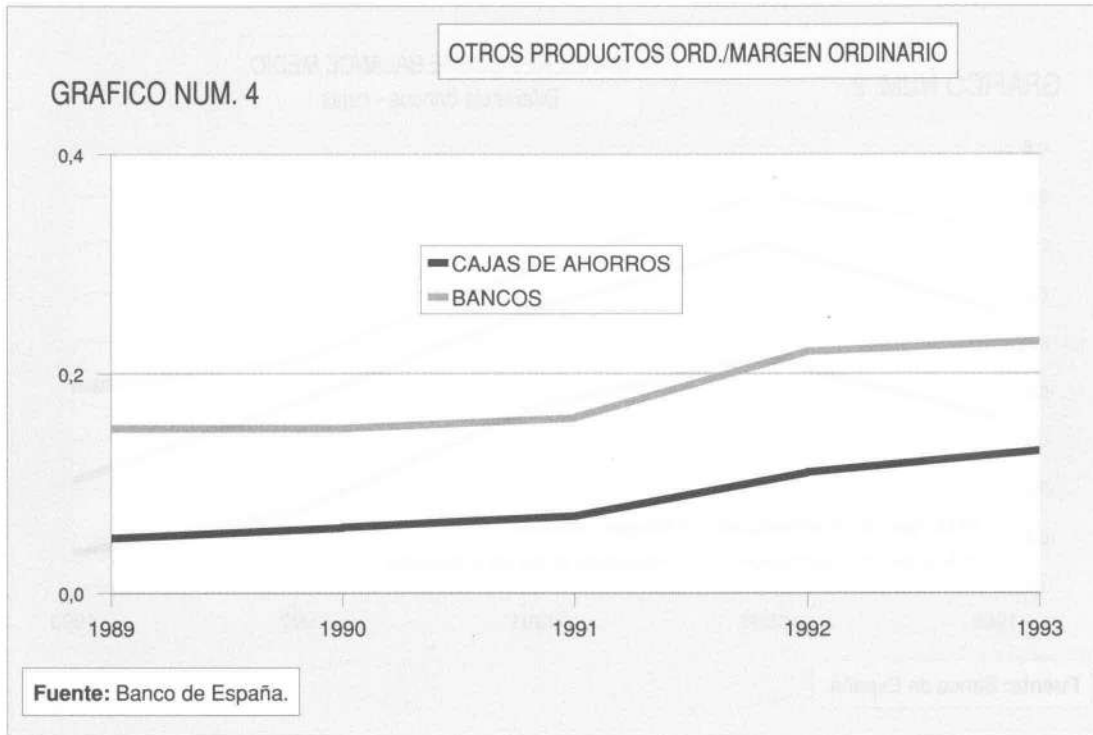


GRAFICO NUM. 6



5. Algunas reflexiones finales.

La actividad de bancos y cajas durante el ejercicio 1993 muestra claramente los efectos que tienen sobre la competitividad de las entidades financieras los factores de entorno, la posición de mercado y las actuaciones de índole microeconómica. Desde el lado de los factores macroeconómicos, esa actividad se vio especialmente favorecida, en la primera mitad de ese año, por la concatenación de una serie de hechos de índole monetaria y cambiaria que difícilmente podrán volver a repetirse. Es el caso de las tensiones devaluatorias que afectaron a la peseta y otras monedas dentro del mecanismo de cambios del SME, que permitieron la generación de plusvalías por operaciones financieras en moneda extranjera, y el de la continuada reducción de los tipos de referencia por el Banco de España, que generaron igualmente plusvalías por la revalorización de las carteras de deuda constituidas y por las transacciones derivadas de las mismas.

De igual forma, la magnitud de la recesión que afectaba a la economía española condicionó la actividad y los resultados de las entidades financieras, tanto por la vía de la reducción de los volúmenes de negocio como por la de la minoración de resultados, ante la necesidad de dotar las oportunas provisiones por saneamientos e insolvencias para cubrir las elevadas cifras de créditos en mora. A ese particular, puede citarse que la tasa de crecimiento de riesgos dudosos fue en 1993 del 43% en los bancos y del 29,7% en las cajas, lo que elevó las "ratios" de Activos dudosos/Riesgo total hasta cifras del 8,4% en los bancos y del 7,3% en las cajas de ahorros; dudosos, que se encontraban cubiertos, no obstante y en pro de la solvencia de las entidades, en más de un 56%, en cifras globales.

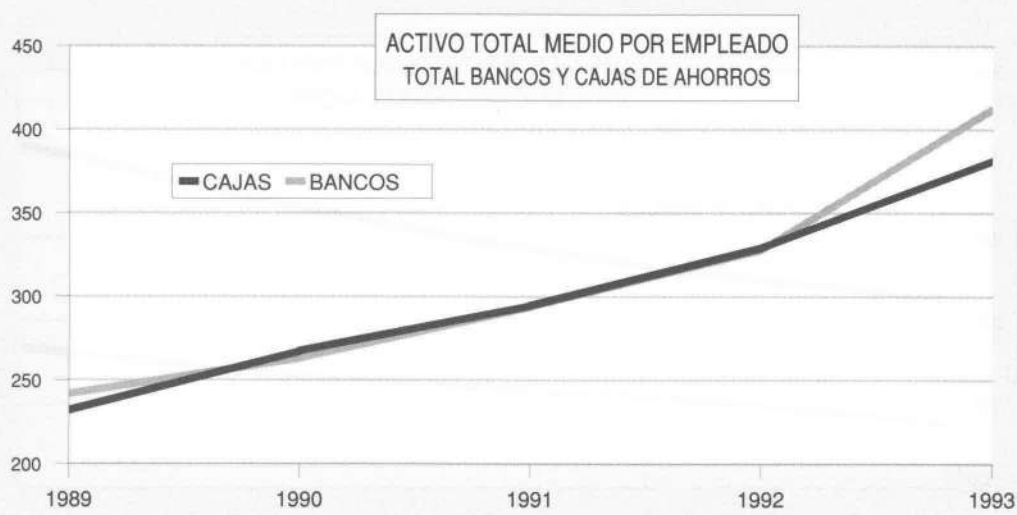
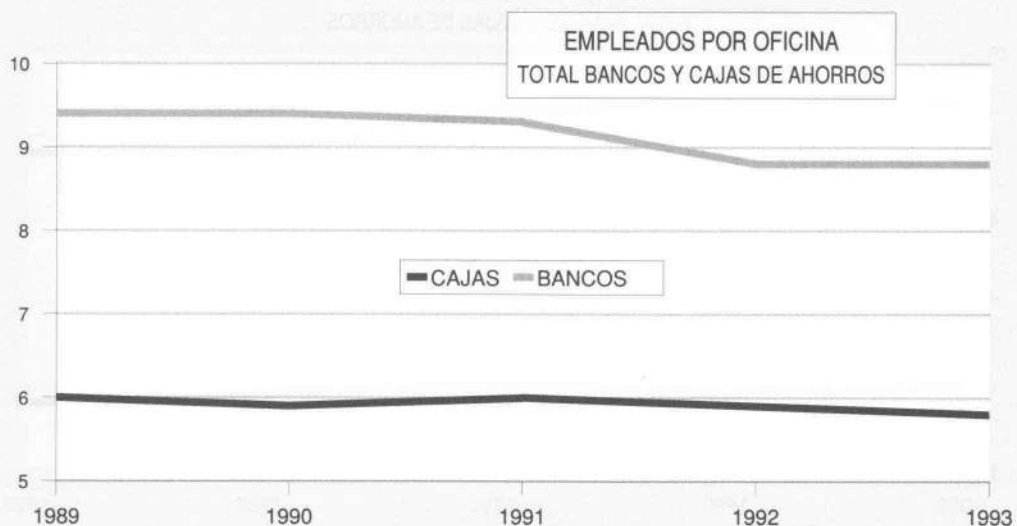
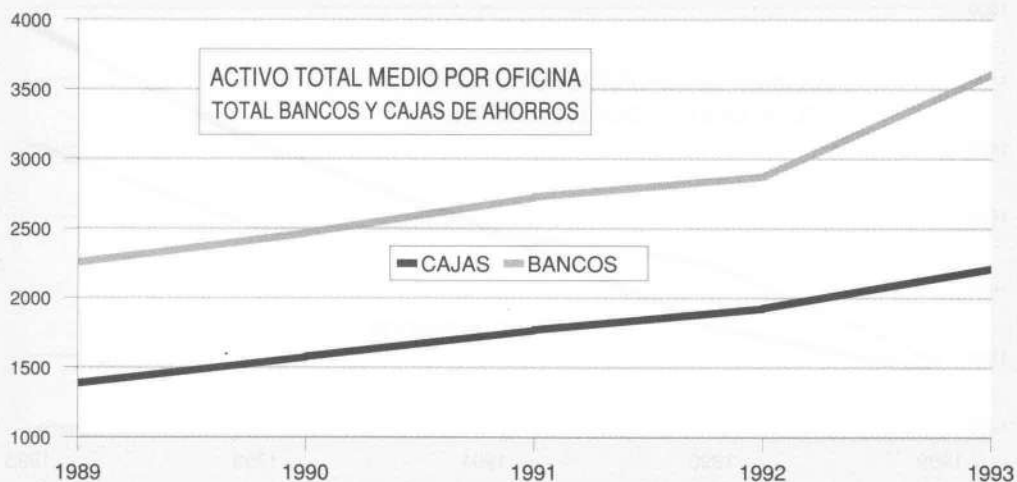
Ante estas condiciones del entorno, que configuraron el marco de actuación para todas las entidades, las estrategias de negocio de bancos y cajas determinaron sus efectos finales sobre su situación patrimonial y sus resultados. Y en ese sentido, son las cajas de ahorros las entidades que se han visto menos perjudicadas hasta el momento por los factores desfavorables del entorno, debido a su estructura de activos y pasivos, representativa de una genuina banca minorista, especializada, en general, en unos segmentos de clientela y en un ámbito geográfico concretos de actuación.

El gráfico núm. 7 muestra las características diferenciales de ese posicionamiento comercial de las cajas, desde el lado de sus activos, atendiendo a su personal y su red de sucursales. La dimensión de las oficinas de las cajas es inferior a las de los bancos, atendiendo a la "ratio" de activo total medio por oficina, y ello se debe sobre todo a un número de empleados por oficina inferior al de los bancos, y por tanto a su más reducida dimensión, que viene condicionada por la mayor amplitud geográfica del mercado al que atienden; y se justifica mucho menos por una menor "productividad" de su personal, que administra unos activos medios por persona que prácticamente han coincidido con los de los bancos hasta 1992.

Si se observa el lado del pasivo, como se hace en el gráfico núm. 8, las conclusiones son del mismo sentido, y resaltan la "necesidad" de mantener una mayor red de oficinas operativas para la captación de depósitos. Las cajas, en efecto, ofrecen una "ratio" de depósitos por oficina netamente superior a la de los bancos. Que, puesta en relación con el menor número de empleados por oficina, evidencia asimismo la mayor "productividad" de sus empleados en la captación de depósitos.

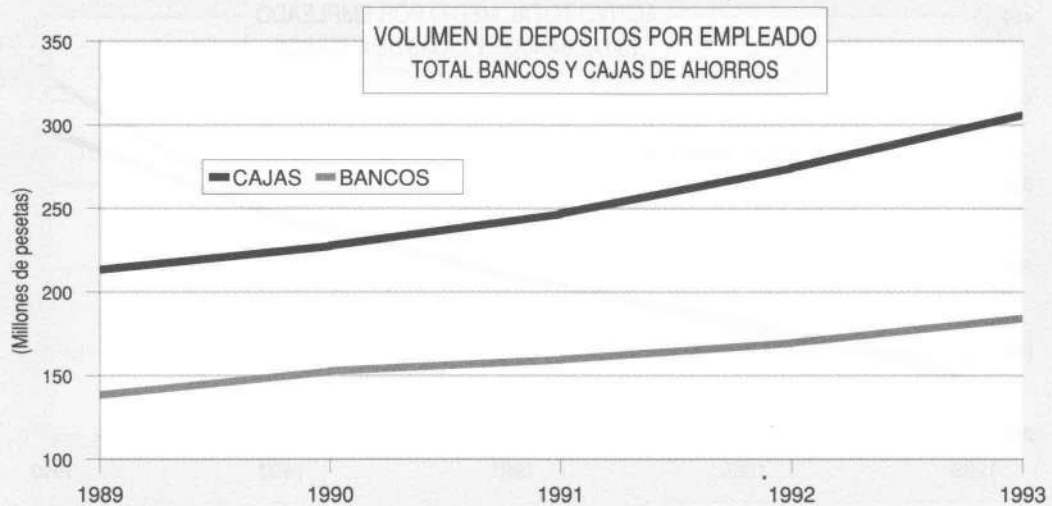
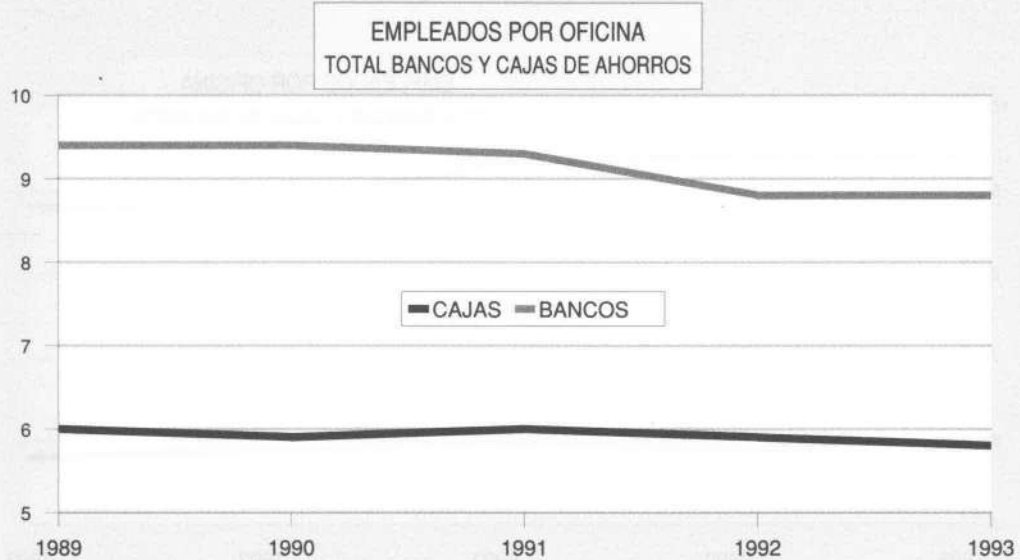
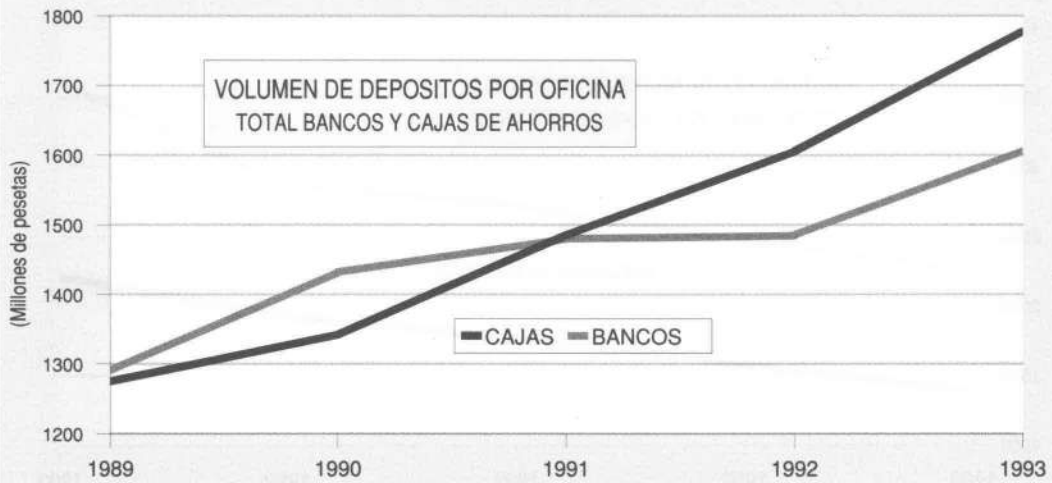
No obstante, las estrategias de éxito en el negocio bancario son cambiantes y están sujetas a imitación por todas las entidades financieras, en un mercado competitivo y desregulado. Los

GRAFICO NUM. 7



Fuente: Banco de España, CECA y CSB

GRAFICO NUM. 8



Fuente: Banco de España, CECA y CSB

bancos han captado rápidamente las ventajas comparativas de las cajas de ahorros y han entrado a competir con ellas de forma generalizada: primero, mediante la emisión de productos de pasivo tales como "superdepósitos" y "superlibretas"; y más recientemente en productos de activo como las "superhipotecas".

La reducción de los tipos de interés hasta el nivel que ofrecen en la actualidad, introduce un factor adicional de gravedad a la competencia ya existente entre cajas y bancos, que contribuirá a hacer más rápido el estrechamiento del margen financiero observado durante los últimos años. La cuenta analítica tipo que ofrecen las entidades bancarias de los países miembros de la UE, con un margen financiero del 2% sobre ATM, un margen ordinario del 3%, un margen de explotación del 1% y un resultado neto antes de impuestos del 0,5%, será habitual en un plazo mediano también para nuestras entidades. La convergencia en este campo será ineludible, y para lograrla no podrán alejarse plazos transitorios.

La especialización comercial por razón del agregado de pertenencia tenderá progresivamente a diluirse y la dispersión de los resultados sobre la media, que ya se produce en cada uno de los agregados de las entidades de depósito, muestra hasta qué punto habrá que dejar pronto de hablar de cajas o bancos como un modelo unívoco de estrategia organizativa y comercial. En estos supuestos, la eficiencia de cada entidad, sus menores costes para la obtención de un objetivo dado, serán los factores determinantes de su cuota de mercado y de sus resultados en el total de las entidades financieras. Y ello sólo podrá conseguirse mediante una permanente innovación en materia organizativa, tecnológica y de comercialización; pero sin perder unas señas distintivas de vocación social que son, en última instancia las que justifican la estabilidad de la relación entre los depositantes y las cajas de ahorros, basada en la percepción de unos "dividendos sociales".

EL DEBIL PULSO DEL CREDITO

Analistas Financieros Internacionales S.A.

La evolución del crédito en los últimos meses ha sido claro reflejo de la evolución del conjunto de la actividad económica. A pesar de un crecimiento de los recursos captados por las entidades financieras, el temor a los elevados niveles de morosidad -estrechamente vinculados a la posición en el ciclo económico- ha frenado el crecimiento de la actividad crediticia, lo cual no ha sido obstáculo para que se observe un mayor crecimiento en segmentos muy concretos de la actividad en los que, por contar con ventajas comparativas -crédito hipotecario, con mayores garantías que otro tipo de inversiones, y con la ventaja adicional de la posibilidad de fidelización de la clientela-, se ha desatado una intensa competencia.

Los niveles de morosidad, que se han ido elevando de forma significativa durante los dos últimos años, constituyen probablemente el principal elemento que reduce el incentivo de las entidades para aumentar sus inversiones crediticias. Este menor crecimiento se ha visto especialmente concentrado en el crédito empresarial, en un entorno en el que, a pesar de la evolución diferenciada de empresas y sectores, en términos generales ha dominado el crecimiento de los impagos y de los procesos de quiebra y suspensión de pagos. Se ha visto con ello reducida la capacidad de obtención de financiación por las empresas, que ven igualmente, en momentos de deterioro económico como el actual, mayores dificultades para obtener financiación directamente de los mercados mayoristas. Ha de señalarse, sin embargo, en relación con el deterioro de la calidad de la cartera de créditos bancarios, que las empresas de mayor solvencia y calidad crediticia son las que han conseguido acceder directamente a los mercados, centrándose buena parte de la demanda empresarial de crédito en empresas que, bien por su dimensión, bien por su situación financiera, tienen en el crédito bancario la principal, si no única, vía de obtención de recursos ajenos para financiar sus proyectos de inversión.

La distinta sensibilidad de los agentes económicos a la fase del ciclo y las distintas garantías asociadas por tipos de operaciones, determinan que los niveles de morosidad sean claramente diferenciados en distintos segmentos de la cartera crediticia. El deterioro generalizado del crédito ha sido más intenso en distintos segmentos del negocio para bancos y cajas de ahorros. Mientras los bancos han experimentado un deterioro más moderado en la morosidad empresarial que las cajas de ahorros, han experimentado un especial deterioro en los niveles de morosidad de particulares e, incluso, en el conjunto de créditos hipotecarios -a pesar de las garantías que ofrecen estas operaciones-. Las cajas de ahorros, por su parte, muestran mayores niveles de morosidad en el crédito a empresas no financieras. La entrada en negocios en los que se tiene menor experiencia ha determinado, tanto para bancos como para cajas de ahorros, un coste adicional en un momento de estancamiento económico en el que el riesgo de morosidad se multiplica.

El crédito a particulares, a pesar de haberse visto favorecido por la fuerte competencia entre entidades y por las mejores condiciones ofrecidas por las mismas -la reducción de tipos y el alargamiento de los plazos en las operaciones aumentan de forma significativa la capacidad de

endeudamiento de particulares-, ha encontrado igualmente una mayor necesidad de apreciación del riesgo crediticio por parte de las entidades, dado el crecimiento del desempleo, la inestabilidad laboral y la incertidumbre sobre el crecimiento futuro de las rentas, cuyo principal efecto es reducir la valoración de la capacidad futura de pago de las familias. La dependencia del subsector familias respecto del crédito bancario ha ido aumentando según las entidades han orientado mayor parte de su actividad inversora a particulares, en detrimento de la financiación a empresas.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DUDOSOS								
SECTOR PRIVADO RESIDENTE								
(Porcentaje de ratios dudosos sobre total)								
BANCOS								
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1993
							Sep.	Dic.
Total otros sectores residentes . .	3,5	2,5	2,3	3,1	4,1	6,4	7,4	9,1
Total familias	5,3	3,3	3,3	4,4	5,1	8,3	9,4	10,2
Total empresas no financieras . . .	2,8	2,3	2,0	2,6	3,8	5,6	6,5	8,8
Créditos hipotecarios (1)	-	3,8	2,5	3,4	4,7	6,6	7,8	8,8
CAJAS DE AHORROS								
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1993
							Sep.	Dic.
Total otros sectores residentes . .	4,1	4,3	3,9	4,6	5,2	6,3	7,6	7,5
Total familias	3,6	3,9	3,7	4,2	4,3	4,6	5,2	5,1
Total empresas no financieras . . .	4,7	4,8	3,9	5,3	6,7	9,1	11,8	11,7
Créditos hipotecarios (1)	-	2,6	2,1	2,0	2,3	3,7	4,0	3,8

(1) Incluye no residentes
Fuente: Banco de España

CUADRO NUM. 2

DISTRIBUCION DEL CREDITO A RESIDENTES		
PARTICULARES vs ACTIVIDADES PRODUCTIVAS		
(% s/ crédito a residentes (1))		
	Actividades Productivas	Pers. Físicas
Bancos Nac. Privados	71,00	24,81
Bancos Nac. Públicos	56,01	43,27
Sucursales B. Extranjeros	98,96	0,44
Sucursales B. CEE	89,70	6,76
Total Bancos	70,25	26,24
Cajas de Ahorros	47,74	47,34

A 31 de diciembre de 1993
(1) El porcentaje residual corresponde a entidades sin ánimo de lucro y créditos no clasificados

Ha de señalarse que el fuerte crecimiento durante el año 1993 del crédito hipotecario ha venido acompañado de algunas modificaciones sustanciales en las características del mismo. Por un lado, un alargamiento de los plazos a los que se conceden las operaciones, especialmente en

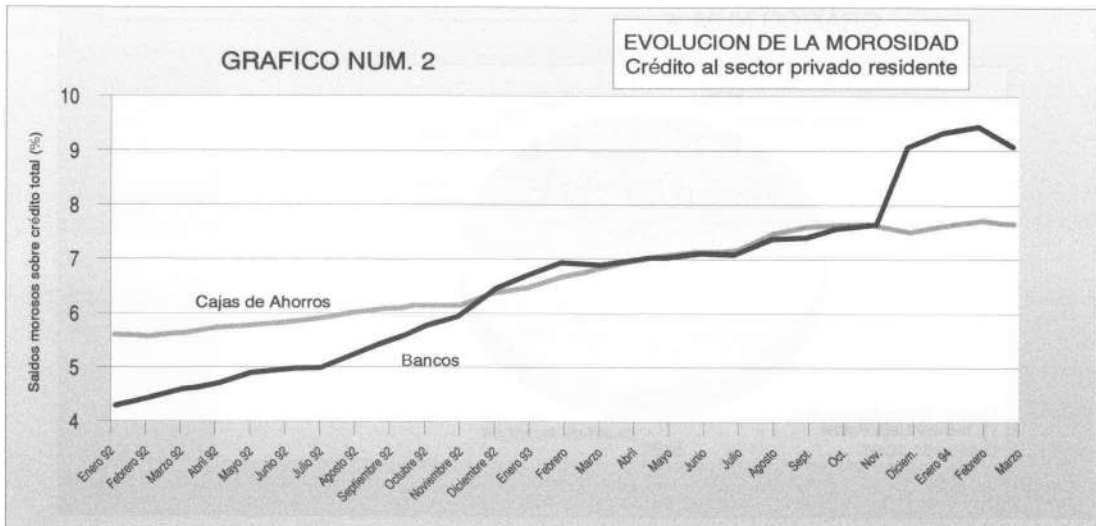
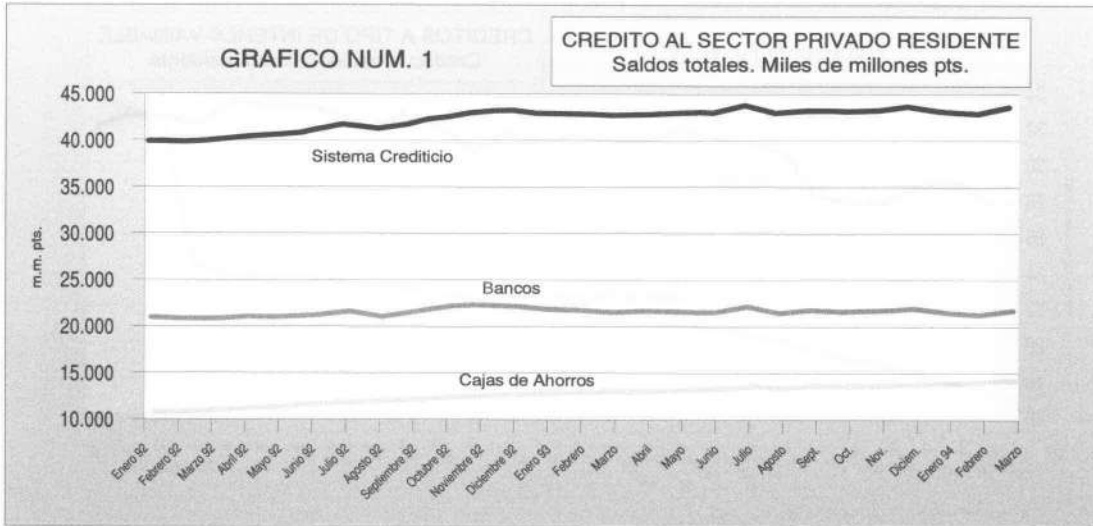
las operaciones con garantía real-los créditos hipotecarios a plazos tan largos como 25 ó 30 años eran prácticamente inexistentes en nuestro sistema financiero-. Por otro lado, un fuerte crecimiento del volumen de operaciones concedidas a tipo de interés variable. Estas operaciones, anteriormente circunscritas a operaciones de financiación empresarial, han ido cobrando importancia ante el alargamiento de los plazos y la sensibilización de las entidades al riesgo de tipo de interés, en un entorno en que los tipos se han mostrado especialmente volátiles. Concretamente" a 31 de diciembre de 1992, el porcentaje de créditos al sector privado residente contratado a tipo variable por la banca era de un 31,2 por 100, y el de las cajas de ahorros era un 21,2 por 100. Al término de 1993, estos porcentajes ascendían a un 32,1 por 100 para los bancos y a un 24,4 por 100 para las cajas de ahorros, como reflejo claro de una política decidida de gestión del riesgo de interés implícito en operaciones con plazos dilatados. El primer trimestre ha continuado esta tendencia, de forma especialmente intensa en el conjunto de cajas de ahorros. La conjunción del alargamiento de plazos y las caídas de tipos de interés han permitido un incremento de la capacidad de endeudamiento de los particulares que ha favorecido el crecimiento experimentado en el crédito hipotecario.

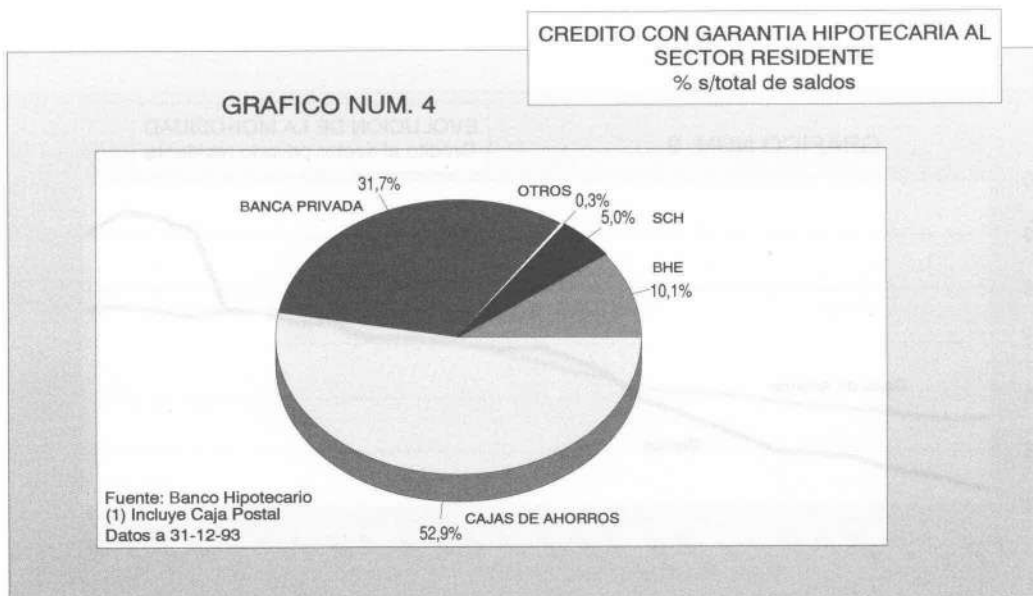
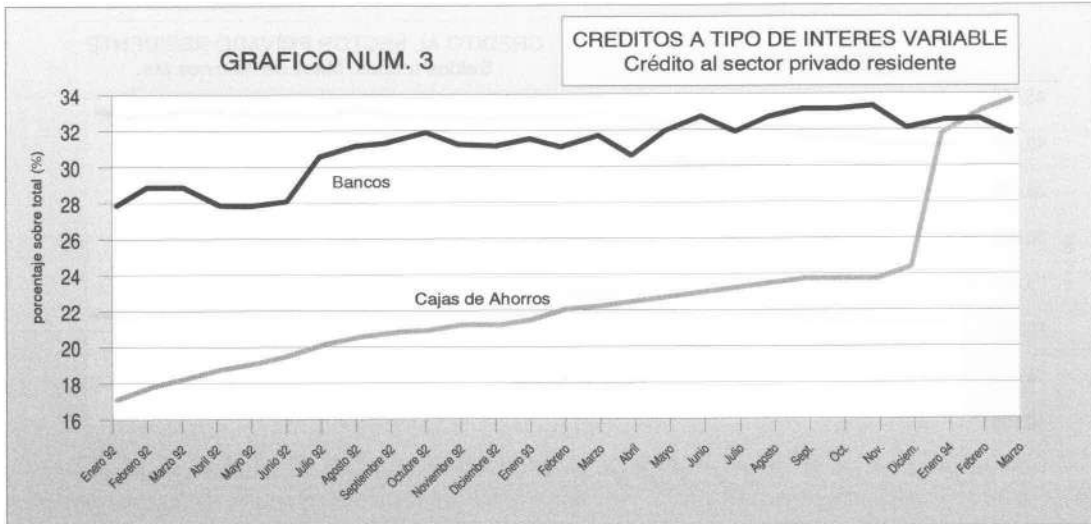
CUADRO NUM. 3

DISTRIBUCION DEL CREDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS		
(Porcentajes sobre total)		
	BANCOS	CAJAS DE AHORROS
Agricultura, Ganadería y Pesca	3,35	6,08
Industrias extractivas y manufactureras	31,71	19,33
Energía, gas y agua	7,87	4,46
Construcción	10,92	29,61
Servicios	46,15	40,52
TOTAL CREDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS ..	100,00	100,00
A 31 de diciembre de 1993		

La elevada importancia que se había dado en algunas entidades en el pasado reciente a la inversión en mercados mayoristas -interbancario, básicamente, favorecido por la inexistencia de límites a la concentración de riesgos y una apreciación de riesgo de crédito prácticamente nula- ha encontrado un desincentivo en la evolución a la baja de tipos de interés. Las estrategias que podían proporcionar una elevada rentabilidad en base a la captación de pasivo barato y de inversión a corto plazo en mercados interbancarios pierden validez en un mercado en el que la competencia por el pasivo ha encarecido los depósitos bancarios y en el que las rentabilidades en mercados mayoristas son cada vez más reducidas. Esta necesidad de canalizar recursos hacia inversiones alternativas que garanticen una mayor rentabilidad en el medio plazo determinan un mayor incentivo a crecer en segmentos de negocio como pueda ser el crédito hipotecario.

A nivel agregado, el crédito total al sector privado residente concedido por el sistema crediticio asciende, a final del primer trimestre de 1994 a 43,5 billones de pesetas, con un crecimiento de un 0,46 por 100 desde diciembre de 1992 y una reducción de un 0,47 por 100 desde diciembre de 1993. Este crecimiento, sin embargo, es muy dispar entre bancos y cajas de ahorros, que representan la mayor parte del crédito concedido al sector privado residente por el sistema crediticio. Mientras los bancos reducen el saldo total de crédito en un 2,37 por 100





desde diciembre de 1992 y en un 1,35 por 100 desde diciembre de 1993, las cajas de ahorros lo incrementan en un 10,24 y en un 1,82 por 100 en los mismos períodos. Con ello se observa un distinto dinamismo en ambos sectores, aunque en el de cajas de ahorros se ha moderado el crecimiento en el primer trimestre del año. En conjunto, las cajas de ahorros siguen reforzando de forma significativa su cuota de mercado e, incluso, a nivel del total de su balance, muestran un peso del crédito en el activo total que supera al de la banca -tradicionalmente la banca ha mostrado un mayor peso del crédito en su activo, aunque el fuerte crecimiento de su actividad interbancaria ha modificado este rasgo-.

Bancos y cajas de ahorros siguen mostrando una distinta composición del crédito. Fijándonos en una primera aproximación que vendría definida entre la financiación a familias y a actividades productivas, el equilibrio que muestran las cajas de ahorros contrasta con el mayor peso de la financiación de actividades productivas en el total de bancos -estos créditos representan más del 70 por 100 de la cartera de los bancos- y más aún con las sucursales de bancos extranjeros. Por sectores productivos, aunque las diferencias no son muy elevadas, sí se aprecia, en el caso de las cajas de ahorros, un menor peso de la industria en favor, principalmente, de la financiación a la construcción -cuyo destino final se convierte en financiación a familias por la subrogación de créditos a promotores de viviendas-. A pesar de que el sector primario tiene un peso residual, casi duplica en el caso de cajas al correspondiente a bancos.

Las cajas de ahorros, por tanto, se encuentran con un incentivo para aumentar el peso de la financiación a empresas en el total de su cartera de créditos. Sin embargo, dados los niveles de competencia en el sector -a los que no son ajenos la existencia de fuentes alternativas de financiación para las empresas, bien mediante la emisión de deuda a largo plazo o de pagarés de empresa, bien mediante la obtención de financiación de entidades extranjeras- y la vocación regional de la mayor parte de estas entidades, parece que este crecimiento habrá de pasar, en numerosas ocasiones, por la financiación a pequeñas y medianas empresas que no puedan hacer uso de dichas fuentes alternativas de recursos. Esto hace especialmente necesaria una correcta valoración del nivel de riesgo asociado a cada sector productivo, del posicionamiento de empresas individuales en dicho sector, y de la viabilidad de proyectos empresariales específicos.

Como última nota ha de señalarse que la evolución reciente de los mercados de deuda y el claro contraste de los mercados de deuda con los escenarios anticipados hace pocos meses en la definición de orientaciones estratégicas, lleva al replanteamiento del negocio de las entidades. Ante la falta de expectativas de una rápida recuperación económica -y por ello, el mantenimiento de elevados niveles de morosidad, con un ritmo de mejora relativamente lento- y con unas cuentas de resultados que ya han experimentado un significativo deterioro en los márgenes financieros, las entidades previsiblemente orientarán parte de su actividad hacia inversiones que, sin presentar riesgo de crédito, ofrezcan rentabilidades superiores a la inversión crediticia, cuya rentabilidad se ha visto reducida en los últimos meses debido a la fuerte competencia en el sector. El efecto global de este movimiento podría determinar una reducción del crédito bancario que, aunque de forma temporal, se viese sustituido por actividad de cartera, dados los niveles de rentabilidad de una y otra actividad. Las partidas de crédito a largo plazo a tipo fijo -créditos hipotecarios- se pueden ver especialmente afectadas, dados los niveles de rentabilidad en que se mueven los mercados; otras operaciones, como los créditos a tipo variable, se podrían ver afectadas en menor medida, aunque los niveles en que se mueven las principales referencias utilizadas para estas operaciones tampoco colocan a esta inversión crediticia en niveles de rentabilidad más atractivos que la inversión en renta fija.

No hay que ignorar, sin embargo, dos elementos. En primer lugar, la inversión en los mercados de deuda, a pesar de que no implique riesgo de crédito, implica un riesgo de mercado que ya se ha demostrado que puede tener efectos muy significativos sobre las cuentas de resultados de las entidades, con lo cual la sustitución de riesgo crediticio por riesgo de mercado habrá de venir acompañada necesariamente de un mantenimiento de criterios de control de riesgo que garanticen la estabilidad de los resultados de las entidades. En segundo lugar, las expectativas de recuperación económica pueden representar para algunas entidades un incentivo para iniciar un crecimiento de su actividad crediticia que garantice un buen posicionamiento en el momento en que la recuperación sea más clara, considerando que el riesgo de morosidad de las inversiones que se realicen en la fase baja del ciclo es más moderado, a la vez que pueden garantizar una relación de negocio con clientes que pueden aumentar su demanda -y con ello generar mayores ingresos para la entidad- en las fases de crecimiento.

RESUMEN DE PRENSA

COMENTARIO DE ACTUALIDAD

Ramón Boixareu

En esta misma sección del anterior número de "Cuadernos" se comentaba el extraño fenómeno que se estaba produciendo con la persistente baja del dólar en una fase en que la situación más favorable de la economía norteamericana en relación con la de los otros países industriales podía hacer pensar que el dólar debía mostrar su solidez frente a todas las otras monedas. Este no era entonces el caso, lo que producía la perplejidad que reflejaban los comentarios que se recogían en dicha ocasión.

Pues bien, tal situación persiste, incluso acentuada, por lo que no puede sorprender que el tema siga ocupando la atención preferente de la prensa económica de todo el mundo.

¿Hay ahora ideas más claras de las que había un mes atrás? La respuesta no puede ser del todo afirmativa pues no se aprecia la existencia de una posición más o menos unánime que explique por qué el dólar sigue mostrándose débil, con tendencia, incluso, a la baja.

"El problema de explicar la debilidad del dólar" -decía *Financial Times* en un editorial de 23 de Junio- "no es que haya demasiado pocas explicaciones, sino que éstas son excesivas. Entre éstas se pueden citar las que atribuyen el fenómeno a las balanzas exteriores, a los temores de inflación, al déficit fiscal de Estados Unidos, a la política monetaria poco contractiva llevada a cabo por la Reserva Federal y a la actitud recelosa de los inversores. Tal vez se podría llegar a la conclusión de que el dólar baja porque son demasiado pocos los que están dispuestos a comprarlo". Pero esto no basta, razón por la cual *FT* intentaba ofrecer argumentos propios susceptibles de aportar alguna luz, pero que no le libraban de concluir con la misma pregunta con que había empezado su razonamiento: "¿Por qué está débil el dólar?". A lo que respondía: "No lo sabemos con certeza". Y seguía preguntando: "¿Puede hacerse algo para solucionar este caso?". "Sí", respondía, "pero nada será decisivo". Menos mal que a la última pregunta que se formulaba, "¿importa mucho la debilidad del dólar?", contestaba "probablemente no".

Erik Izraelewicz se ocupaba también del tema en *Le Monde* de 23 de Junio. Inevitablemente, Izraelewicz evocaba la tesis, tan del gusto de los comentaristas franceses, según la cual la debilidad del dólar es debida a la política de las autoridades norteamericanas, las cuales, tradicional y deliberadamente, han utilizado el tipo de cambio del dólar como instrumento de la política comercial, es decir, para primar las exportaciones y para encarecer las importaciones. Con todo, tal argumento se ve esta vez relegado a un segundo plano, y el que prevalece en el comentario de Izraelewicz es el monetario. "Los grandes inversores no comprenden por qué el país -Estados Unidos- que ha alcanzado ya una fase de fuerte expansión, debe mantener una política monetaria más acomodaticia que los países de Europa, que apenas están saliendo de la recesión. Los inversores, en consecuencia, presionan, con sus ataques contra el dólar, a las autoridades, tanto europeas como norteamericanas, para que prosigan el movimiento de convergencia de los tipos de interés a corto plazo que se inició a principios de año".

En casos de caída de una moneda, el remedio más inmediato que se le suele ocurrir a todo el mundo es la intervención del banco o bancos centrales. "¿Es válida, esta medida, en el presente caso? Carl Gewirtz, en *Herald Tribune* del mismo día 23, se mostraba más bien escéptico al respecto. "La intervención, sola, según los analistas, tendría, en el mejor de los casos, unos efectos muy limitados, dada la situación actual del mercado. Y esto porque el dólar no se halla bajo el ataque de los especuladores sino que adolece de una falta de confianza que ha interrumpido las corrientes de capitales internacionales, en especial de los procedentes de Japón". Gewirtz proseguía su análisis en los siguientes términos: "Se estima generalmente que la debilidad del dólar es el resultado de una falta de concordancia entre oferta y demanda. Se trata de la superoferta de 400 millones dólares diarios que salen de Estados Unidos hacia el resto del mundo en forma de déficit comercial. Normalmente, esto sería compensado con unas entradas de capital procedentes de los países con superávit, con unos tipos de interés inferiores a los de Estados Unidos y, por consiguiente, con unos rendimientos menos atractivos que los de Norteamérica. Ahora bien, tales movimientos de capital han cesado..."

"A primera vista se trata de una paradoja", decía *The Washington Post-Herald Tribune* en un editorial de 24 de Junio. "Las perspectivas de la economía norteamericana son tan buenas como pueden haberlo sido en los mejores momentos de las últimas décadas, pero el tipo de cambio del dólar desciende. Un indicio de la posible causa de ello es que la última caída apreciable se ha producido con ocasión de hacerse públicas las cifras que señalan un empeoramiento del déficit comercial, empeoramiento que puede proseguir". ¿Puede esto obligar a frenar la expansión?

"El problema es por qué el crecimiento económico se traduce en un incremento tan desproporcionado del déficit comercial", decía el editorial de *WP-HT*. "La respuesta, por lo menos en parte, es que la economía funciona ahora casi a plena capacidad, por lo que no puede responder con rapidez ante los nuevos pedidos. Esto es resultado de una década de bajo ahorro y de insuficiente inversión. Los grandes déficit comerciales empezaron a principios de los años 80, como consecuencia de la gran reducción de impuestos de Reagan, en 1981. Se pensó que tal reforma se traduciría en más ahorro, pero ocurrió exactamente lo contrario. Bajó el ahorro y se disparó el consumo, tanto público como privado. A partir de entonces, sin interrupción, Estados Unidos ha dependido de los extranjeros para el financiamiento de su déficit comercial". En una palabra, "los norteamericanos siguen consumiendo más de lo que producen, por lo que tienen que acudir al resto del mundo para cubrir la diferencia. Pero los prestamistas extranjeros han empezado a dudar. Esto explica que el dólar se encuentre bajo presión".

Un editorial de *The Economist* de 25 de Junio subrayaba bien la extrañeza que la evolución del dólar está causando en todo el mundo. Este iba a ser el año del dólar, después de haber bajado desde 1985. Pero no sólo no ha subido el dólar, como parecía seguro que iba a ocurrir, sino que sigue bajando. "Para muchos esto es un misterio, y un misterio preocupante", comenta *The Economist*, que hace o inspira las reflexiones que se ofrecen a continuación.

¿Significa todo ello que la recuperación, en Norteamérica y en otras partes, es, en el mejor de los casos, efímera y, en el peor de ellos, que es sólo un espejismo? Lo primero que debe decirse es que el descenso del dólar es algo ilusorio. Es cierto que ha bajado mucho respecto al yen (más del 10%) pero no se puede mirar sólo a una moneda. El valor del dólar se mide mejor por su tipo de cambio ponderado según el volumen del comercio, esto es, en relación con las diferentes monedas según la importancia de éstas en los intercambios comerciales de

Norteamérica. En este caso el cuadro es menos dramático, pues resulta que el dólar ha subido frente al dólar canadiense y frente a las monedas sudamericanas, entre otras.

Sea como fuere, y aunque lo importante no sea el descenso del dólar, resulta significativo que la moneda norteamericana no se haya apreciado substancialmente en los últimos meses. ¿Por qué? La razón más probable de ello es la política monetaria norteamericana, la cual, a pesar de los incrementos -tardíos- de los tipos de interés que se han producido, sigue siendo excesivamente laxa, si se considera que la economía de Estados Unidos ha alcanzado una fase de expansión muy vigorosa. Y esto preocupa.

Por supuesto, la inflación se halla contenida, pero puede reactivarse en 1995 ó 1996 si los tipos de interés no se elevan substancialmente. ¿Lo hará la Reserva Federal? La posición del banco central es delicada y dubitativa, como comentaba Michael Prowse en *Financial Times* hace poco y como insiste el mismo *The Economist*. Primero, porque las exigencias electorales harán que se acentúen las presiones de la Administración para que la expansión no se interrumpa. Segundo, porque en el consejo del Banco hay dos nuevos miembros, Blinder y Yellen, a los que la inflación no aterroriza. Tercero, porque el mismo Alan Greenspan ha de ser confirmado en su cargo, eventualmente, dentro de dos años. Cuarto, porque a la política comercial de Clinton respecto a Japón puede interesarle un dólar débil y un yen fuerte, lo que puede conseguirse demorando unas nuevas subidas de los tipos de interés norteamericanos. A todas estas razones se les puede añadir por lo menos otra: el convencimiento honesto de Greenspan -manifestado por éste- de que no se vislumbran amenazas inflacionistas, por lo que no tendrá sentido incrementar gratuitamente los tipos, con los consiguientes peligros que esto representaría para la continuidad de la expansión norteamericana y, por esto mismo, de todo el mundo, probablemente.

Según *The Economist*, la vigorosa ("powerful") expansión norteamericana no ha resultado positiva. El crecimiento rápido no es sostenible. Con toda seguridad, éste estimulará, a la larga, la inflación y provocará una recesión profunda. Mucho mejores serían una política monetaria contractiva y un crecimiento más modesto que durara más".

A juicio de la misma publicación, "las situaciones de pánico que se han observado en los mercados recientemente no son necesariamente perjudiciales (porque pueden servir para anunciar posibles peligros)", y "es poco probable que la caída de los precios de las acciones y de los bonos ocasione directamente daños serios (aunque puede dificultar la expansión en la medida en que eleven los costes del capital)".

Ahora bien, si esto es así; si un crecimiento del 3%, aproximadamente, de la economía norteamericana difícilmente puede considerarse excesivo; si la reactivación de la inflación en un plazo previsible no es en absoluto cosa cierta, ¿no debería contemplarse como excesiva la recomendación de *The Economist* de elevar substancialmente los tipos norteamericanos con el fin de frenar la expansión y ahuyentar cualquier hipotética amenaza inflacionista?

Queda, en fin, el problema, ya evocado antes, de las posibles intervenciones de los bancos centrales destinadas, en esta ocasión, a contener, eventualmente, la caída del dólar. ¿Puede esperarse algo más o menos eficaz de las mismas? ¿Se contará para ello con la colaboración sincera y decidida de todos los países importantes? Peter Norman le dedicaba al tema un artículo en *Financial Times* de 24 de Junio. Según Norman, existe un gran escepticismo, en el seno del Grupo de los Siete, respecto a la predisposición norteamericana de luchar efectivamente en

defensa del dólar. Después de todo, un dólar débil no es ningún drama para Estados Unidos. Por esto se estiman poco convincentes las manifestaciones de sus autoridades -empezando por su presidente- que aseguran que están dispuestas a impedir por todos los medios que su moneda se siga depreciando. Ahora bien, si la misma Norteamérica no está decidida a poner todo lo que está de su parte en la empresa, ¿puede ser de alguna utilidad que los otros países empleen importantes recursos en una operación destinada a no producir efectos apreciables? Como señalaba Lawrence Malkin en un artículo que publicaba *Herald Tribune* del día 22, las autoridades parecen incapaces de hacer lo que sería necesario para invertir el actual curso de la moneda norteamericana. "La razón que explica, en lo esencial, la caída del dólar, son los tipos de interés relativamente más bajos de Estados Unidos y la repatriación de los activos japoneses". Esto mismo es lo que decía Michael R. Sesit en su comentario de *The Wall Street Journal* del mismo día 22. "Economistas, agentes y administradores de fondos estiman que el dólar bajará todavía más hasta que la Reserva Federal eleve los tipos de interés lo suficientemente como para hacer atractivas a los extranjeros las inversiones de renta fija de Estados Unidos". Ahora bien, si esto es así, ¿qué se puede esperar, substancialmente, de las intervenciones? Y, por otra parte, ¿se puede pensar en un incremento de los tipos de interés -en ausencia de una amenaza seria de inflación- si el coste del mismo puede ser el fin de la expansión?

* * *

El estado de cosas que da lugar a hechos tan relevantes como las subidas de los tipos de interés, el deterioro de los mercados de bonos y de acciones y, en fin, la depreciación del dólar, no podía dejar de dar lugar a un gran número de comentarios de prensa. Así se refleja en las páginas que siguen, en las que se recoge una selección de lo que se ha dicho sobre todo ello. ("Las finanzas contra el crecimiento"; "Ya es hora de que se deje de temer a la inflación", "¿Quién manda aquí? El mercado de bonos, por supuesto"; "Un nuevo orden monetario", "Sobran dólares y falta buen sentido"; "Psicosis de inflación en Europa"; "Las alternativas de la economía USA").

El proceso de integración europea, por otra parte, constituye un tema permanentemente vivo, lo que justifica que se le preste aquí la atención que siempre merece ("Delors o el fin de un reinado"; "No hay razones para el europesimismo"; "El 'White paper' de Delors, amputado").

El problema de los llamados productos financieros derivados o, simplemente, de los derivados ("derivatives") apareció por primera vez en los titulares de los periódicos hace unas pocas semanas, con ocasión de que el Congreso norteamericano mostrara su preocupación ante la posible peligrosidad de tales productos. Más recientemente, el informe anual del Banco Internacional de Pagos se ha referido también a los mismos, habiendo dado todo ello lugar a que la prensa dedicara bastante atención a la materia ("Los problemas de los derivados"; "El febril negocio de los derivados"; "¿Qué son, en definitiva, los derivados?").

Completan esta selección de prensa varios artículos sobre: "La dificultad de prever el progreso tecnológico", "Amanecer en algunos pequeños países industrializados", "Las enseñanzas de la recesión", "Esperando a la locomotora de la coyuntura" y "Planes de la Unión Europea para eliminar los excedentes de vino".

**LA INFORMACION ECONOMICA
EN LA
PRENSA INTERNACIONAL**

INDICE

	Pág.
Las finanzas contra el crecimiento	101
Ya es hora de que se deja de temer a la inflación	103
¿Quién manda aquí? El mercado de bonos, por supuesto	105
Un nuevo orden monetario	108
Sobran dólares y falta buen sentido	109
Psicosis de inflación en Europa	111
Las alternativas de la economía USA	113
Delors o el fin de un reinado	115
No hay razones para el europesimismo	117
El "White paper" de Delors, amputado	119
Los problemas de los derivados	120
El febril negocio de los derivados	122
¿Qué son, en definitiva, los derivados?	124
La dificultad de prever el progreso tecnológico	126
Amanecer en algunos pequeños países industrializados	128
Las enseñanzas de la recesión	134
Esperando a la locomotora de la coyuntura	136
Planes de la Unión Europea para eliminar los excedentes de vino	139

La finanzas contra el crecimiento.

Con este título -"La finance contre la croissance"- publicaba **"Le Monde"** de 22 de Junio el siguiente artículo de Eric le Boucher.

Cuanto más se confirma la expansión mundial más deprimen los financieros. La economía norteamericana ha encontrado de nuevo un ritmo de desarrollo fuerte y, hasta el presente, sano, es decir, no inflacionista. La recuperación en Europa es todavía incipiente, pero la mayor parte de los indicadores -en Alemania, en Francia, en España- señalan mejores tiempos, y en todas partes se revisan al alza los pronósticos que se habían hecho para el pasado invierno. Incluso Japón parece estar saliendo de la primera crisis verdadera que el país ha conocido después de la Segunda Guerra Mundial.

Y, sin embargo, los financieros muestran síntomas de pánico, literalmente. Desde Febrero, los tipos de interés a largo plazo -criterio inversamente proporcional a su confianza en el futuro- se han elevado en más de 2 puntos en Norteamérica y en Europa. El lunes, 20 de Junio, han alcanzado el 7,32% en Alemania y han rozado el 8% en Francia. El dólar ha caído por debajo del listón de los 1,60 DM (menos de 5,50 francos) antes de recuperarse ligeramente. Los mercados bursátiles, miedosos, se han desplomado, bajando el 4% en Frankfurt, el 4% también en París, el 4,20% en Milán, el 1,7% en Londres. Un "lunes negro", en fin.

¿Deben tomarse en serio los mercados financieros? A primera vista, la desconexión entre las finanzas y las variables fundamentales de la economía no debería producir consecuencias. Después de todo, ¿qué importa si los mercados juegan a atemorizarse? Hagan lo que hagan, no tardarán en darse cuenta de sus exageraciones y de sus locuras. La mayor parte de los economistas, así, prevé una vuelta a la calma antes de fin de año y un retroceso de los tipos a largo plazo, que pondrían condiciones de sus préstamos para la vivienda, algunos posibles compradores de un piso podrían dudar, debilitando la recuperación del sector inmobiliario. En Estados Unidos, el inicio de obras nuevas ha experimentado cierta reducción.

Fuera de ese sector, las consecuencias de las alzas de los tipos a largo han sido limitadas. El Estado, por supuesto, ve cómo los intereses de sus deudas suben paralelamente a los tipos, pero los reembolsos a que procede actualmente se refieren a empréstitos hechos en una época en la que los tipos eran todavía más altos que hoy. En efecto, incluso teniendo en cuenta que han subido del 5,80 al 7,60 por ciento, los empréstitos del Tesoro son menos caros que hace 10 años (más del 10%), por lo que el precio de la deuda desciende. Y por lo que a las empresas se refiere, apenas se ven afectadas por el incremento de los tipos, dado que no tiene ya necesidad de los bancos para pagar sus inversiones. Su tipo de autofinanciamiento supera el 115%, lo que significa que disponen de una tesorería positiva, colocada en los mercados financieros en los que el producto aumenta.

A más largo plazo, con todo, los riesgos serían considerables si los rendimientos financieros se estabilizaran a ese nivel histórico del 5% o del 6% reales (tipos del 7 o del 8 por ciento con una inflación del 2 por ciento). "Las empresas podrían preferir situar su dinero en bonos antes que en sus fábricas", comenta Anton Brender, de la Compagnie Française de Réescompte.

¿Puede durar la perturbación de los mercados? El desorden que viven procede de la dificultad que encuentran de apreciar las consecuencias, sobre la inflación, del cambio de tendencia de la economía mundial, con el paso de la recesión a la expansión. En la incertidumbre, temen una vuelta de la inflación a partir del año próximo en Estados Unidos y de 1997, aproximadamente, en Europa. De ahí la subida de los tipos a largo plazo. Todo sirve para alimentar esta tesis: el repunte de los precios de las primeras materias; el crecimiento demasiado vigoroso en Estados Unidos; la debilidad del dólar, que encarecerá los productos importados.

Los operadores más pesimistas prevén que el banco central norteamericano deberá subir sus tipos a corto hasta el 6% antes de fin de año (frente al 4,25% en la actualidad), con el fin de contener la amenaza inflacionista. Los mismos pesimistas añaden que el yen deberá encarecerse todavía más para que pueda reducirse el superávit comercial japonés, y que Europa se verá arrastrada por la corriente al alza. El Bundesbank, en tal caso -se piensa-, se vería obligado a su vez a elevar los tipos a corto a partir de Septiembre.

El mundo de las finanzas todavía añade una inquietud de relieve a ese panorama, tan negro. A partir de la recuperación, los gobiernos europeos deberán proceder a un reembolso de sus considerables deudas. Se verán obligados, y esto por mucho tiempo, a disminuir sus gastos o a elevar los impuestos, lo que someterá el crecimiento europeo a fuertes restricciones durante un considerable número de años. "¿Será soportable esta substracción de un punto del PIB a un crecimiento limitado ya al 2,5/3 por ciento?". Esta es la pregunta que formula Patrick Artus, economista de la Caisse des Dépôts. Haría falta revisar los criterios de convergencia de Maastricht. Ahora bien, ¿cómo hacerlo si los alemanes se oponen a ello? ¿Es posible la unión monetaria en tales condiciones?

Estas consideraciones no coinciden en absoluto con la visión, más optimista, de la mayoría de los economistas, de los gobiernos y de los bancos centrales. Todos estos reconocen que las inquietudes de los mercados se apoyan en argumentos sólidos, pero creen que las respuestas de los mismos son exageradas. La impresión de aquéllos es que la inflación norteamericana no constituye una amenaza y que el proceso de descenso de los tipos de interés a corto en Europa está lejos de haberse terminado (lo que sucederá, tal vez, de aquí a un año).

En el fondo, los economistas tienen razón, sin duda. Y no pocos financieros comparten su opinión. El problema es que los mercados, con la desregulación y los ordenadores, han llegado a ser tan grandes y tan volátiles que su propia naturaleza les lleva a exagerar las cosas. Como señala Patrick Artus, el viejo refrán bolsístico según el cual se debía "comprar a la baja y vender al alza" se ha invertido. Por una larga serie de razones, en especial a causa de los programas de limitación de pérdidas de los ordenadores ("stop-loss"), los mercados venden a la baja y compran al alza. De lo que resulta su exageración loca y la dificultad de corregirse con sus propios medios.

A los demás no nos queda más que rezar para que, al fin, los participantes en el mercado eliminen sus temores y empiecen a ver los indicadores "en rose".

Ya es hora de que se deje de temer a la inflación.

(Reginald Dale, en "Herald Tribune", de 21 de Junio)

De repente, la economía mundial tiene mejor aspecto de lo que ha sido el caso durante mucho tiempo. La recuperación, por fin, alcanza cada día a más y más países sin que aparezca en el horizonte la amenaza de la inflación.

La verdad es que muchos economistas creen que los países industriales se dirigen hacia unos diez años de persistentemente baja inflación, en lo que puede ser la etapa de precios estables más larga desde los años 50.

Pero esas predicciones optimistas de los expertos no han evitado la inquietud de los mercados financieros, nerviosos por las posibilidades de inflación en una fase en que los síntomas de reactivación de la expansión se propagan por todas partes, particularmente en la Europa continental.

Sin embargo, tal inquietud se debe menos a análisis racionales que a reacciones un tanto viscerales ante hechos concretos producidos aquí y allá. Así, los mercados ven peligros de inflación en la eventualidad de un conflicto con Corea del Norte o en la reciente subida de los precios de las materias primas.

Pero el caso es que los mercados exageran su reacción. Los líderes políticos están acertados cuando intentan calmar tales temores, como así lo han hecho en los últimos días. Si hemos de tener realmente una prolongada etapa de baja inflación, es importante desactivar las expectativas inflacionistas si no se quiere que sean éstas las que, sin mayores razones, enciendan por sí mismas el fuego de la inflación.

Esa tarea debería ser algo más fácil que en el pasado. La economía global genera nuevas fuerzas antiinflacionistas y, por otra parte, hay muchas razones convencionales que han de hacer posible que la recuperación que ahora se inicia sea menos inflacionista que muchas de las que la han precedido.

Una de ellas es que la reactivación será probablemente relativamente suave. En una colaboración en el último número del boletín económico del Lloyds Bank, el primer economista de la entidad, Patrick Foley, calculaba que el crecimiento en los países que integran el Grupo de los Siete se situaría probablemente por debajo de la tasa tendencial a largo plazo en los próximos 10 años.

Ese llamado "output gap", decía Foley, debería contribuir al mantenimiento de una tasa de inflación reducida. También debería hacerlo la credibilidad mucho mayor de la política monetaria de muchos países, gracias a la actitud más firme que los gobiernos y los bancos centrales han adoptado frente a la inflación en los últimos años.

Con la ayuda de un indicador formado con datos sobre crecimiento y sobre tipos de interés, Foley llegaba a la conclusión, como cabía esperar, de que las políticas monetarias de Estados Unidos y de Europa habían sido más contractivos que laxas en los años 80, contrariamente a lo que había ocurrido en los 70 y en los 60.

En otras palabras, decía Foley, las autoridades monetarias son ahora más hostiles frente a la inflación, a pesar del elevado y persistente paro que ha afligido a la mayoría de las economías desde la pasada década. Esa tendencia, además, se ha de ver reforzada, normalmente, en bastantes países, especialmente en Europa, a medida que se concede una mayor independencia a los bancos centrales.

La creciente competencia global trabaja en la misma dirección. Las exportaciones baratas de los países en vías de desarrollo no se han notado aún apreciablemente en los mercados de los países industriales, pero sí están produciendo un impacto en los precios mundiales.

Desde 1980, los precios de los artículos manufacturados, los cuales se ven particularmente afectados por la competencia internacional, se han elevado más lentamente que los precios al consumo en general.

Incluso el hasta ahora protegido sector servicios, la mayor fuente de inflación en los años más recientes, sigue un curso parecido a aquél. La privatización, la desregulación y las nuevas tecnologías suponen aperturas de los mercados de servicios, y más acusadamente de los servicios financieros. En otros servicios, por otra parte, la productividad mejora a un ritmo sin precedentes. Estas tendencias, por lo demás, no pueden hacer más que acelerarse.

Y todo esto ocurre en un momento en que las perspectivas a largo plazo para los precios de las primeras materias parecen relativamente estables, a pesar de los últimos conatos de subida. Por otro lado, el desempleo, en la mayoría de los países industriales, permanecerá probablemente elevado.

Con la excepción de Estados Unidos y, en menor medida, de Alemania, el paro, en los países del G-7, se sitúa bien por encima del nivel en el que la escasez de mano de obra empieza a ejercer presiones inflacionistas sobre los salarios. Y por lo menos en Europa, es poco probable que tal nivel se alcance pronto.

Además, no es sólo en los países industriales en los que la inflación está inactiva. Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional los precios al consumo seguirán bajando acusadamente tanto en los países en vías de desarrollo como en los antiguos países comunistas, a lo largo de los próximos 18 meses.

De acuerdo con los cálculos de Foley, todo está dispuesto no sólo para una baja inflación sino también para unos bajos tipos de interés. En un mundo de reducida inflación -dice aquél- y una vez se han hecho las correcciones exigidas por las expectativas, puede dejarse que los tipos de interés vuelvan a sus bajos niveles. Lo que importa es mantener bajas tales expectativas.

¿Quién manda aquí? El mercado de bonos, por supuesto.

El artículo que se transcribe a continuación, de Louis Uchitelle, apareció publicado en "The New York Times"- "Herald Tribune" de 13 de Junio.

"Es la economía, estúpido". Cuando James Carville puso en circulación este eslogan, lo que pretendió fue proporcionar a su cliente, el candidato Bill Clinton, un instrumento con el que llamar la atención sobre el papel primordial de la economía en todo programa de gobierno. Clinton lo utilizó y ganó las elecciones. El objetivo máximo era conseguir una economía fuerte. Sin embargo, y por sorprendente que parezca, ahora resulta que hay una gran cantidad de gente que prefiere una economía débil. ¿Preferir una economía débil? ¿Quién haría esto? Es aquí donde aparece en escena esa institución misteriosa y algo siniestra que se llama Mercado de Bonos ("The Bond Market"), la mayor fuerza de la economía de hoy.

Más que ningún otro grupo, el mercado de bonos determina cuántos norteamericanos tendrán empleo, si los que lo tienen ganarán lo suficiente para comprarse una casa o un coche, o si una empresa se verá o no obligada a despedir trabajadores.

En una palabra, la economía norteamericana está gobernada por el mercado de bonos, una ambigua confederación de norteamericanos ricos, banqueros, financieros, gestores de fondos, extranjeros de peso, directores de compañías de seguros, presidentes de universidades y de fundaciones y otras entidades sin ánimo de lucro, jubilados y gente de todo tipo que antes conservaba su dinero en libretas de ahorro (o debajo de la cama) y que ahora compra participaciones en fondos mutuos.

Aunque a muchos de éstos no les gustaría que se les llamara enemigos de crecimiento económico, el hecho cierto es que dicha confederación ha decretado en los meses más recientes que la economía ha de perder vigor, y no lo contrario.

"Los miembros del mercado de bonos se expresan en forma de monólogo y su mensaje es este: la economía debe contraerse", ha dicho una personalidad norteamericana. "Desean que la economía sea lo más débil posible, siempre que no ponga en peligro la seguridad de los préstamos".

Durante los años de presidencia de George Bush, los integrantes de la confederación estuvieron quietos, callados. La economía norteamericana pasaba por una etapa de debilidad y la hermandad del mercado de bonos no se mostró dispuesta a agitar las aguas. Las hostilidades empezaron cuando la economía empezó a reactivarse, el pasado otoño.

Con una rapidez que sorprendió a todo el mundo, la hermandad pasó a ejercer su influencia sobre los tipos de interés, elevándolos de forma que la gente tuviera que pagar más por cosas tales como las hipotecas y los créditos para la adquisición de automóviles o de equipo industrial.

Después de subir substancialmente de Febrero a Mayo, los tipos de interés se han mantenido más o menos a un mismo nivel, pero el mal ya estaba hecho: la expansión tan evidente el pasado invierno, ha perdido espectacularidad.

"Hay otros factores que afectan a los tipos de interés, pero el primero y principal es la dirección de la economía", dice Paul A. Volcker, el antiguo presidente del consejo de la Reserva Federal. "Si la economía se halla en un estado de debilidad, los tipos son más bajos. Esto no es muy agradable, pero las cosas son así".

La administración Clinton no se opone agresivamente a las preferencias del mercado de bonos por una economía poco expansiva. Los representantes de aquella señalan que la economía es aún lo suficientemente próspera como para superar el obstáculo que suponen unos tipos de interés más elevados.

El Congreso, por otra parte, se resiste también a enfrentarse con las fuerzas del mercado de bonos. Al principio de la presidencia de Clinton, el mismo James Carville reconoció que la frase que él había inventado no reflejaba muy bien la verdadera situación, lo que le llevó a expresarse de forma distinta. "Durante mucho tiempo pensé" -dice ahora Carville- "que si existía la reencarnación, a mí, en mi nuevo estado, me habría gustado ser presidente, o papa, o un gran jugador de baseball. Sin embargo, ahora pienso que lo que me gustaría sería reencarnarme como mercado de bonos, con lo que intimidaría a todo el mundo".

La mayoría de los norteamericanos tienen sólo una idea muy vaga de la naturaleza de mercado de bonos. El nombre, en sí mismo, sugiere algo relacionado con los financieros de Wall Street. De hecho, la hermandad, tan antigua como la República, ha ido cambiando a lo largo del tiempo y ha aparecido en las diferentes etapas bajo denominaciones diferentes; por ejemplo, como el "Eastern banking establishment" o como la "sound-money faction".

Algunos de sus miembros más recientes son norteamericanos corrientes, que entran en el mercado comprando participaciones de fondos mutuos que invierten en bonos. La verdad es que muchos de aquéllos deben ser perfectamente inconscientes de que acaban de incorporarse a un club tan poderoso.

"Muchas veces, lo que colocan en el fondo es dinero procedente de una libreta o de un certificado de depósito, y no se dan cuenta de que penetran en otro mundo en el que pueden resultar malheridos", comenta James Benham, presidente de Benham Group, el cual administra fondos mutuos en los que el número de participantes alcanza los 425.000.

Lo que contribuye a la conexión es el reconocimiento de la naturaleza íntima del mercado de bonos. Cualesquiera que hayan sido su nombre o el número de participantes a través de los años, una característica definidora ha persistido. El mercado de bonos es un enorme almacén de riqueza acumulada, una gigantesca cámara acorazada, por decirlo así, de la que recursos ahorrados salen en forma de préstamos a largo plazo.

Esos préstamos a muchos años alcanzaron un total de más de 10 billones de dólares a últimos del año pasado, según los datos más recientes de la Reserva Federal. Se trata de una suma enorme. Si esos 10 billones desaparecieran, su reposición en la cámara acorazada absorbería al conjunto de la renta nacional -salarios y beneficios- de un año y medio.

Naturalmente, cuando se presta dinero de la cámara, la gente a la que pertenecen los 10 billones -o sus agentes, como Benham- quiere recuperarlo intacto, no mermado por la inflación.

La inflación, por ahora, no es un problema. Si bien la economía se muestra mucho más activa que un año atrás, la inflación apenas se ha movido. Es más, la Administración y muchos economistas privados creen que no subirá apreciablemente, aún con la expansión en marcha. Incluso los altos cargos de la Reserva Federal, que normalmente hacen causa común con el mercado de bonos, no ven que vaya a producirse, en el futuro previsible, un incremento significativo de la inflación.

Hasta los años 70, la hermandad del mercado de bonos se mostraba más dispuesta a aceptar puntos de vista como los expresados. La preservación de la riqueza frente a las amenazas de inflación, incluso a expensas del crecimiento económico, no constituía todavía una obsesión.

Sin embargo, la inflación de dos dígitos de los años 70 vaporizó grandes volúmenes de la riqueza contenida en la caja fuerte del mercado de bonos. Y aunque los tipos de interés llegaron a superar el 15% durante cierto tiempo, esa renta extra no consiguió compensar una gran parte de las pérdidas, cosa que permanece presente en la memoria colectiva del mercado de bonos.

"Cuando las economías pasan por una fase de pronunciada inflación, los efectos son duraderos", dice Paul Romer, economista de la Universidad de California en Los Angeles. "Puede muy bien ocurrir que exista en la población, en general, un mayor temor a la inflación de lo que era el caso en los años 60, así como una mayor predisposición a impedirla".

Más concretamente, cuando el mercado de bonos reacciona, esta reacción es más pronunciada que en otras épocas. Los tipos de interés actúan más deprisa. Existe una razón para que ello sea así: una parte de los 10 billones de dólares puede ser retirada de los préstamos, convertida en DM o en yens, ser colocada en Alemania o Japón si los tipos en estos países son superiores o si el dólar pierde valor frente a dichas monedas. Conseguir que el dinero regrese exige unos tipos más elevados en Estados Unidos.

Por otro lado están las hipotecas. En el pasado, un banco que concedía una hipoteca de 100.000 dólares a un tipo de interés, digamos, del 8 por ciento, mantenía el préstamo en sus libros, cualquiera que fuere la inflación. Ahora, el banco une esa hipoteca -es un decir- a otras nueve, cada una de 100.000 dólares, y las vende todas como un bono.

Al nuevo propietario, frecuentemente, le falta tiempo para vender el bono de 1 millón de dólares si la inflación, o la amenaza de ésta, erosiona su valor. Esto podría ocurrir si los tipos de interés fueran a subir, por ejemplo, al 9 por ciento, mientras su bono pagaba sólo el 8 por ciento, o 80.000 dólares al año. Para conseguir que esos 80.000 dólares se conviertan en un rendimiento del 9 por ciento, el nuevo propietario tiene que vender el bono por 890.000 dólares, con lo que pierde dinero.

Centenares de millones de dólares en préstamos hipotecarios y para la compra de automóviles, que en otros tiempos no eran nunca comerciados, se compran y se vende ahora de esta forma. La influencia del mercado de bonos aumenta como consecuencia de todo ello, y el equilibrio entre prestatarios y prestamistas, entre más crecimiento y menor inflación, se desplaza de nuevo... hacia una economía menos expansiva.

Un nuevo orden monetario.

(Le Monde, edit.).

Al aludir, el martes 7 de Junio, a la idea de instaurar en el marco mundial un sistema de cambios más estable, inspirado en lo que los europeos han hecho desde 1979 con el SME, Michel Camdessus, director general del Fondo Monetario Internacional, puede haber puesto en marcha un debate sobre un viejo proyecto. Proyecto, por cierto, que dio ya lugar, en la segunda mitad de los años 80, con los acuerdos del Plaza de 1985 y del Louvre de 1987, a un principio de aplicación.

En aquella época, caracterizada por la presencia de un dólar muy fluctuante, primero al alza y después a la baja, la coordinación de los grandes países tuvo efectos positivos. La moneda norteamericana se estabilizó y, a continuación, sus oscilaciones fueron mucho menores.

Incluso suponiendo que el director del FMI haya lanzado la idea a título estrictamente personal, el caso es que no se encuentra solo al pensar en algún tipo de reforma. Se trata, en efecto, de algo que se ha estado pidiendo desde hace tiempo en Europa, y en especial en Francia, así como, ahora, en Japón, víctima de un yen fuerte. El cambio más importante, con todo, es el que se está produciendo en Estados Unidos, donde dicha idea está adquiriendo cierta fuerza, no sólo en la Administración sino también en los medios industriales y entre los economistas.

El cambio de actitud de Norteamérica se explica por la inquietud que provoca la subida de los tipos a largo plazo en todo el mundo, subida que amenaza con asfixiar el crecimiento y, por consiguiente, la prosperidad en el otro lado del Atlántico. Se trata de una inestabilidad que se ve acentuada por los riesgos que las fluctuaciones cambiarias hacen correr al ahorro mundial.

Se hace necesario, pues, renovar los acuerdos del Plaza y del Louvre si se quiere disciplinar un sistema monetario internacional que ha caído en el desorden desde principios de los años 70. La volatilidad de las monedas y de los tipos de interés mundiales constituye un obstáculo grave para el crecimiento, puesto que representa un factor disuasorio para que los empresarios se lancen en proyectos a largo plazo cuya rentabilidad es cada día más incierta. Con todo, es evidente que la puesta en marcha de tal reforma ha de ser muy difícil. Ahora bien, como lo acaba de recordar Jacques Delors, presidente de la Comisión Europea -que ha sugerido la creación de un consejo de seguridad económica- está claro que los gobiernos y los bancos centrales son con frecuencia incapaces de hacer frente a los mercados de capitales. Estos últimos unifican sus decisiones mucho más deprisa, gracias a la desregulación y a los ordenadores, de lo que lo hacen las autoridades políticas y monetarias.

Lo que está en juego es muy importante. Entre 1950 y 1975, el crecimiento económico en el mundo, extraordinariamente rápido, coincidió con una etapa de disciplina monetaria fundamentada en las reglas establecidas en Bretton Woods en 1944. Las dificultades que se han encontrado desde hace 20 años para salir de una situación de crecimiento lento no tiene más

explicación que la inestabilidad de un sistema que está a merced de especulaciones y manipulaciones políticas de los tipos de cambio, armas de guerras comerciales destructivas.

Sobran dólares y falta buen sentido.

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "Financial Times" del 26 de Mayo. Su autor es George A. Magnus, primer economista internacional de S.G. Warburg Securities.

Me sigue asombrando que la debilidad del dólar haya provocado una sorpresa tan grande. El consenso puede estar en crisis, pero la mayor parte de la gente todavía parece creer que las perspectivas son prometedoras o, para decirlo más crudamente, que a la larga todo irá bien. La sorpresa, en parte, así como el persistente optimismo, se debe a que no se han percibido las verdaderas causas que explican la endeblez del dólar.

La mayor parte de los comentarios sobre las peripecias de la moneda norteamericana han ignorado o no han tenido lo suficientemente en cuenta la expresión, tan simple, "déficit de la balanza de pagos". Ahí está la raíz del problema. La financiación requerida, en términos de entradas necesarias de capital, empezó a fallar como consecuencia de la situación que se ha venido planteando con los niveles de los tipos de interés reales, los cuales son aún demasiado bajos en relación, por ejemplo, con los de Alemania y Japón. Salvo en el caso de que las autoridades norteamericanas están dispuestas a aceptar pronto un incremento substancial de los tipos -que sitúe, digamos, el de los fondos federales a alrededor del 6%, lo que supondría unos rendimientos a largo plazo del 8/8,5 por ciento el valor del dólar se seguirá erosionando, hasta bajar otro 7 ó 10 por ciento.

La última vez que la balanza de pagos norteamericana pasó por dificultades significativas fue en 1987, algún tiempo después de los acuerdos del Plaza de 1985 por los que se frenó la depreciación del dólar. En aquella ocasión, el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó un record de 167 m.m. de dólares, equivalentes al 3,7 por ciento del producto interior bruto. Pero en aquella época Estados Unidos todavía disfrutaba de unas considerables entradas de capital privado -unos 60 m.m. anuales- que se colocaban en forma de inversiones a largo plazo.

En 1993, el déficit de la balanza corriente de Estados Unidos fue sólo de 109 m.m., equivalentes al 1,7 por ciento del PIB, pero las salidas netas de capital a largo (bonos e inversiones directas) alcanzaron los 40 m.m. Por consiguiente, si se comparan 1987 y 1993, la suma del déficit corriente y de las corrientes netas de capital a largo fue aproximadamente la misma, equivalente al 2,2 por ciento del PIB.

Tanto este año como en 1995 la balanza de pagos de Estados Unidos alcanzará, casi con toda seguridad, records reales. Prevemos que el déficit corriente aumentará este año hasta

alcanzar los 145/150 m.m. de dólares, mientras que en 1995 se podría llegar a los 170 m.m., equivalentes al 2,5 por ciento del PIB. Pero a esta cifra se le han de añadir las salidas a largo, que podrían ser de 50 ó 60 m.m. de dólares (0,75 por ciento del producto interior bruto).

Estados Unidos se enfrenta, pues, con el problema de obtener una financiación estable y segura del creciente volumen de dólares que crea como consecuencia del déficit de la balanza de pagos, y esto en un momento en que apenas se puede contar con los principales canales de posible procedencia de tal financiación. Los bancos centrales han incrementado ya mucho sus reservas en dólares y no se puede confiar en los flujos netos bancarios.

Norteamérica es ya el primer deudor neto del mundo. La posición de sus cuentas con el extranjero ha pasado de +230 m.m. en 1977 a -334 m.m. en 1987, y a una cifra estimada en -585 m.m. a finales de 1993⁽¹⁾.

Si comparamos estas cifras con las de otros países resulta que en Japón, por ejemplo, el excedente corriente (de 130 m.m. de dólares en el año fiscal 1993-94) puede reducirse temporal y cíclicamente, pero lo más probable es que aumente todavía algo más adelante, a medida que su economía productiva se vaya acomodando a un yen más fuerte. La presión al alza sobre la moneda japonesa tiene menos que ver con la retórica del comercio con Estados Unidos que con el hecho de que Japón no recicle ahora sus superávits corrientes como lo hizo en el pasado. La inversión en el exterior no es ahora tan atractiva como lo fue con anterioridad para unas empresas que en el presente intentan reestructurarse y recuperarse después del colapso de los precios de los activos y del esfuerzo que está exigiendo la adaptación a un yen revalorizado. Por otra parte, en Alemania, la reunificación condujo a una caída del excedente por cuenta corriente, pero el saldo de su balanza comercial sube de nuevo y el país sigue disfrutando de una apreciable entrada de capitales.

La tarea de absorber alrededor de 200 m.m. de dólares al año es problemática porque los tipos de interés reales de Estados Unidos son inadecuados para hacer que los inversores norteamericanos alteren la diversificación estructural en la que se desenvuelven, o para que los inversores extranjeros, sobrados ya de dólares, compren todavía más. No cambiará mucho la situación el hecho de que el Bundesbank reduzca los tipos de interés nominales una vez más a lo largo de los seis o nueve meses próximos -dejándolos, por ejemplo, en el 4/4,5 por ciento- si ello supone el mantenimiento de los tipos reales a alrededor del 2/2,5 por ciento. En el mercado de bonos, los rendimientos reales se sitúan alrededor del 4 por ciento. En Estados Unidos, la Reserva Federal debería ofrecer mucho más que esto para reactivar las corrientes de capital susceptibles de reanimar al dólar a medio plazo.

Lo que se trata de saber es si las autoridades norteamericanas permitieran una contracción monetaria tan severa y, en caso de una respuesta negativa, si podrían verse forzadas a ella según llegara a ser la depreciación del dólar. En cualquier caso, el problema, para Estados Unidos -y también para los mercados- es cuándo y en qué circunstancias las autoridades norteamericanas prestarán atención al desequilibrio entre ahorro e inversión del que resulta la oferta de demasiados dólares.

(1) 1983 en el original (nota del trad.).

Psicosis de inflación en Europa.

(Alan Friedman, en "*Herald Tribune*").

Las autoridades económicas europeas están alarmadas ante la posibilidad de que los crecientes tipos de interés a largo plazo puedan asfixiar la incipiente recuperación del continente. Como respuesta ante esta situación, todas ellas han iniciado una campaña destinada a convencer a los mercados financieros de que los temores inflacionistas no están justificados.

En efecto, en una serie de manifestaciones explícitas poco usuales, altos cargos europeos parecen haberse puesto de acuerdo para combatir lo que un analista ha llamado "psicosis de inflación". Se trata del temor que existe entre los inversores en bonos de que la recuperación económica vendrá acompañada de una renovada inflación en ambos lados del Atlántico. Dado que la inflación erosiona el valor de los bonos, los precios del papel del Estado ha estado bajando, lo que se ha traducido en el correspondiente aumento de los tipos de interés.

Los líderes políticos están más preocupados de lo normal por los posibles daños que puedan ocasionar tales tipos de interés, toda vez que la reactivación de la economía, aunque evidente en Alemania, sigue siendo lenta en la mayoría de los otros países, aparte de que el paro sigue siendo aterrador.

Los tipos son tan altos y los mercados aparecen tan nerviosos que políticos tales como Henning Christophersen, comisario de economía comunitario, Günther Rexrodt, ministro de economía alemán, y Kenneth Clarke, canciller del Exchequer británico, han tomado la palabra para poner de relieve cuán exagerados son los temores sobre la inflación.

Los europeos, además, se han visto acompañados esta vez por Lloyd Bentsen, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, quien, de visita en París hace pocos días, proclamaba que "la inflación no constituye una amenaza".

En ese mismo sentido, Hans Tietmeyer, presidente del Bundesbank, ha llegado a decir que el crecimiento excesivo de la oferta monetaria en Alemania no era motivo de inquietud alguna por lo que a los efectos sobre la inflación se refiere.

En esas circunstancias no es de extrañar que un alto funcionario norteamericano haya dicho que tanta retórica constituye "un esfuerzo unificado para calmar unos mercados nerviosos".

Resulta, sin embargo, que los participantes en el mercado, contemplando un panorama más alejado, siguen sin convencerse. Si bien muchos economistas reconocen que, aunque sea sólo por una vez, los políticos tienen razón -es decir, que la inflación no constituye una verdadera amenaza ahora-, todo está preparado, a su juicio, por lo que podría convertirse en una batalla de nervios.

Lo que está en juego es muy importante. Lo que está en juego, en efecto, incluye la facilidad con que los gobiernos podrán financiar el gasto público y el volumen de la inversión empresarial. También está en juego el ritmo de la recuperación.

Lo que explica que tanta retórica no haya conseguido calmar a los inversores, según David Hale, economista de Kemper Financial Services, de Chicago, es que los políticos están hablando -con buenos argumentos, esto sí- de lo que ocurre ahora, mientras que los mercados miran más lejos. "Los políticos hablan de lo que es la inflación en Junio de 1994, mientras que los mercados financieros intentan ver cual será la situación de la economía en 1995 y 1996".

De hecho, como el mismo Hale y otros economistas subrayan, una gran parte de Europa se halla al final de una etapa depresiva, a la espera de que la inflación baje todavía más en 1994. Las últimas proyecciones de la OCDE confirman que la inflación seguirá bajando; que ésta, en Alemania, donde fue del 2,9% en 1993, será del 2,8 este año y del 2 por ciento en 1995. La Comisión Europea ha dicho que la inflación media de los doce países de la UE bajará del 3,3 por ciento en 1994 a 2,9 por ciento el próximo año.

No más lejos que ayer, los precios de los bonos del Estado europeos bajaron por tercer día consecutivo, con los títulos a 10 años franceses y alemanes negociándose a unos rendimientos del 7,5 y del 7,07 por ciento, respectivamente. Sólo los bonos británicos dejaron de seguir este curso, subiendo los precios y bajando los rendimientos después de que los últimos datos mostraran que la inflación salarial había aumentado menos de lo que se había previsto.

El temor, a largo plazo, entre los inversores europeos, es que el crecimiento de la oferta monetaria de Alemania, que sube mucho más de lo programado, se va a combinar con una expansión de la economía superior a la esperada para generar inflación dentro de dos años.

Los mercados también están preocupados por la posibilidad de que el gobierno Balladur, ante las elecciones presidenciales francesas del año que viene, se sienta tentado de relajar la disciplina fiscal y de permitir que los objetivos presupuestarios resulten desbordados.

La misma preocupación sobre el presupuesto existe en Gran Bretaña, donde el primer ministro, John Major, ha llegado a ser tan impopular que su gobierno puede llevar a cabo reducciones de impuestos con objeto de hacerse con el fervor del electorado.

"Todos estos factores contribuyen a explicar la substancial subida de los rendimientos de los bonos en el inicio mismo de la recuperación económica", decía hace poco Brendan Brown, primer economista de Miutsubish Finance International en Londres.

George Magnus, economista de S. G. Warburg Securities, Ltd., también de Londres, pronostica que en 1995 y 1996 "veremos probablemente cómo la inflación en los principales países se sitúa entre el 3 y el 5 por ciento, un poco menos en Alemania y en Francia y un poco más en Gran Bretaña, Estados Unidos, Italia y España". El mismo Magnus observa que, al intentar someter los temores de inflación, las autoridades sólo hacen frente a una parte del problema.

Entre otras razones que explican por qué los rendimientos a largo plazo se mantienen elevados debe citarse la creciente demanda de capitales en el mundo. Esto, unido al problema

estructural que son los déficit fiscales europeos, significa que los inversores en bonos han añadido lo que Magnus llama una "prima de riesgo" al tipo de interés a largo plazo.

Alison Cottrell, economista de Midland Global Markets Research, de Londres, citó dos razones adicionales que explican por qué los rendimientos son tan altos en Europa:

- muchos inversores permanecen fuera de lo que consideran un mercado altamente volátil, y
- los europeos están preocupados ante la posibilidad de que la inflación de Estados Unidos pueda convertirse en un auténtico problema que extienda sus efectos a través del Atlántico.

Cottrell comentó al respecto que después de los cuatro últimos incrementos de los tipos de interés por parte de Reserva Federal, destinados a frenar cualquier indicio inflacionista, no pocos europeos razonaban del siguiente modo: "dondequiera que vaya Estados Unidos, los europeos seguirán detrás".

Las alternativas de la economía USA.

(David Wessel, en "The Wall Street Journal" de 30 de Mayo).

¿Cómo puede decir alguien seriamente que la subida de los salarios en Norteamérica puede reactivar la inflación?

Los aumentos salariales no han seguido siquiera los pasos del incremento del coste de vida durante bastantes años. La tendencia, en materia de productividad -la cantidad de producto obtenido por cada hora trabajada- parece estar mejorando. El poder de los sindicatos disminuye. No se ven aún muchos anuncios pidiendo personal. La conservación del empleo constituye todavía una preocupación mucho mayor que el incremento de la paga para millones de norteamericanos.

Con todo, es la perspectiva de una inflación salarial lo que parece obsesionar a la Reserva Federal, al mercado de bonos e incluso a algunos de los asesores del presidente Clinton. Y puede que tengan razón al elegir este momento para iniciar y poner de manifiesto su inquietud.

Los economistas enseñan que la tasa de paro puede bajar en exceso. Si dicha tasa desciende demasiado, los salarios empezarán a subir más deprisa que la mejora de la productividad, lo que conducirá a un aumento de los precios y de la tasa de inflación. "Es natural que las cosas transcurran así", dice Barry Bosworth, economista de la Brookings Institution. "Cuando a la

gente le preocupa menos que la despidan, la presión a favor de un incremento de los sueldos aumenta. Cuando los beneficios de las empresas son satisfactorios, la gente se pregunta '¿por qué no pedir una paga mejor?'".

¿A dónde han de llegar las cosas para que se pueda hablar de que el paro se ha reducido excesivamente? "La gente tiene la impresión de que existe un abismo en el que puedes precipitarte, y de que si la cifra de paro se sitúa un mes a un nivel muy bajo lo más probable es que caiga y te rompas la crisma", dice Robert Solow, premio Nobel de Economía. "Pero las cosas no se producen de ese modo. No hay una trampa que te engulla de repente.

Sea como fuere, no estará de más recordar que las subidas de los salarios se empezaron a acelerar cuando la cifra del paro se situó por debajo del 5,5%, a finales de los años 80. Los cambios recientes en la manera cómo las autoridades norteamericanas calculan el desempleo hacen difícil comparar aquello con las cifras de hoy. Sin embargo, se puede pensar que dicho 5,5% equivale a alrededor del 6% de ahora, una cifra que parecerá horrible a todos aquellos que sean lo bastante viejos como para recordar que en algún momento constituyó el anuncio de una situación de recesión. Según los últimos datos sobre la materia, la tasa de desempleo se hallaba situada, hace escasos días, en el 6,4% y seguía bajando. Por consiguiente, Estados Unidos dispone aún de cierto margen, pero se encuentra más cerca de la situación de peligro de lo que ha sido el caso en los últimos años.

Si nos hallamos próximos a tal situación, ¿por qué las presiones salariales no se manifiestan más explícitamente? En parte, la respuesta se ha de buscar en California, donde la tasa de paro es todavía del 9,6% y donde los costes de compensación han estado subiendo sólo en un 2,8% respecto al año anterior, lo que ha contribuido a que la media nacional se mantuviera baja. Pero observen lo que ocurre en el Midwest y verán que el cuadro es muy distinto: la tasa de paro es del 5,5% en Illinois y del 5,7% en Michigan. Los salarios y otros emolumentos en esa área subieron el 4,2% en los últimos 12 meses, frente al 3,6% en los 12 meses anteriores. Es más probable que la economía de California se expanda que la del Midwest se debilita, y que cuando aquello ocurra los salarios lo acusen elevándose.

Ahora bien, ¿qué hay de malo en que se produzca un poco de inflación? Con una tasa de ésta que se mueve alrededor del 3% no se puede decir que la adición de medio punto más fuera a suponer el fin del mundo. El presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, al igual que sus colegas, sostiene que cualquier incremento de la inflación es excesivo, y que una vez puesta en marcha, la inflación es muy difícil de parar. En cambio, Robert Solow y otros economistas como él estarían dispuestos a consentir un poco de inflación si esto supusiera una mejora del empleo, en la seguridad de que, si fuera necesario, el banco central podría proceder a elevaciones de los tipos de interés que evitaran problemas más graves.

Barry Bosworth no es tan optimista. Aunque él, personalmente, no tendría inconveniente en correr algún riesgo en materia de inflación, duda que la Reserva Federal y el mercado de bonos estuvieran dispuestos a aceptarlo. "Si la inflación se sitúa más allá del 3,5%, el banco central y los mercados de bonos harán subir los tipos de interés de tal manera que provocarán una recesión, la cual, desgraciadamente, constituye el único remedio seguro contra una subida de los precios".

Bosworth prosigue su razonamiento en estos términos: "¿Merece la pena hacer bajar otro medio punto porcentual la tasa de paro a riesgo de repetir una recesión como la de 1990-91, provocada a propósito (por la Reserva Federal) porque la inflación se había acelerado?". La respuesta es no, dice aquél. El coste de una recesión excede con mucho a los beneficios que puedan obtenerse de una rebaja de la tasa de desempleo del 6 al 5,5% por ciento. Algunos de los asesores de Clinton lo creen también así, razón por la cual prefieren un ligero aumento de los tipos de interés ahora, por desagradable que ello sea, a una dosis todavía mayor de lo mismo en las proximidades de las elecciones de 1996. Esto está claro. Lo que no lo es tanto es si la Reserva Federal ha llevado ya a cabo las modificaciones de los tipos que han de impedir que la tasa de desempleo descienda por debajo del 6 por ciento. La Administración dice que así es. Algunos analistas de Wall Street creen que los tipos han de subir todavía más.

Todo esto les ha de resultar algo duro a los trabajadores norteamericanos que votaron a Bill Clinton y que creyeron en la promesa de mejorarles el nivel de vida, lo cual sólo puede suceder si los salarios suben más deprisa que el coste de bien, esto no se conseguiría situando la economía en la zona inflacionista en busca de un aumento de las retribuciones que sólo podría ser temporal.

La única manera de elevar los salarios y el nivel de vida con garantías de continuidad es la clásica y ya conocida: mejorando la productividad de forma que los empresarios puedan pagar más sin elevar los precios.

Delors o el fin de un reinado.

El artículo que sigue, de Philippe Lemaître, apareció publicado en "Le Monde" de 12/13 de Junio.

¡Cuán triste es el paisaje en el que el nuevo Parlamento europeo va a andar sus primeros pasos! Es el paisaje de una comunidad de fin de reinado, de final de trayecto, abrumada tanto por su impotencia en Yugoslavia como por sus 18 millones de parados, carente de dirección.

François Mitterand dejará el Eliseo el próximo mes de Mayo y, según parece indicar la campaña electoral que ahora acaba, las convicciones europeistas de los candidatos llamados a sustituirle no tranquilizan más que a medias por lo que se refiere a la voluntad y a la capacidad para continuar con firmeza en la dirección debida. Por otra parte, el futuro político de Elmut Kohl y de Felipe González, esos otros grandes líderes, es aleatorio. Silvio Berlusconi y las nostalgias equívocas de sus ministros postfascistas más bien resultan inquietantes.

Jacques Delors, el arquitecto del "gran mercado" y del programa de Unión Política y Monetaria, sigue en la brecha, pero debilitado por las críticas que inevitablemente resultan de diez años de permanencia en el cargo de presidente de la Comisión. Su mandato termina a

finales de año, y el cambio de testigo se produce en un momento en que el debate sobre el futuro político e institucional de la Unión que va a iniciarse en el marco de la conferencia intergubernamental de 1996 podría abrir interrogantes sobre los poderes de la Comisión.

En una palabra, el desencanto actual, fruto de la crisis, se ve agravado por la incertidumbre. Para avanzar, Europa, como todo el mundo sabe, debe incorporar más democracia y más transparencia. Debe acercarse al ciudadano, ejercer la pedagogía, no herir las sensibilidades nacionales, etc. Pero necesita sobre todo proyectos movilizadores. Resulta, sin embargo, que carece de ellos.

El presidente de la Comisión había sentido la necesidad de llenar con resolución el vacío durante esta etapa dolorosa. El tratado de Maastricht puede ser considerado como un buen tratado, incluso admitiendo que la perspectiva, lejana, de una moneda única, así como esa otra, todavía más problemática, de unas políticas extranjera y de seguridad comunes, no bastan para conferir credibilidad a una construcción europea incapaz de defender los puestos de trabajo.

La respuesta de Delors ante esa situación fue el "Libro blanco sobre el crecimiento, la competitividad y el empleo" pedido por los Doce, en pleno desasosiego, con ocasión del consejo europeo de Copenhague, en Junio de 1992, y presentado en Diciembre último en el consejo europeo de Bruselas, que aprobó, no sin recelos, las principales orientaciones del citado texto.

"¿Por qué ese Libro blanco? Sólo una razón, que se expresa con una única palabra: el paro". Hoy, la frase orgullosa -como si la "bestia" fuera a ser vencida- que abría el documento cuidadosamente elaborado, bien pensado, inteligente- nos deja con las ganas, toda vez que los resultados de la operación parecen condenados a quedar muy por debajo de las esperanzas de sus promotores. Bien es cierto que se trataba de un programa lleno de peligros, por su novedad, que lo hacían propenso a las críticas por lo que toca a sus aspectos operativos.

Puesto que se trataba de lo que debía hacerse en materia de mercados de trabajo, la idea era suscitar una reflexión colectiva y ponerse de acuerdo sobre las orientaciones que hubieran debido ponerse en marcha en el marco nacional, con independencia los unos de los otros. Los gobiernos, a pesar de su supuesto fervor por la subsidiariedad, no han apreciado los méritos de un método tan descentralizado, y no han hecho nada en definitiva.

¿Puede esperarse, por ejemplo, que en Essen se pueda llegar a un acuerdo sobre el aligeramiento de las cargas que pesan sobre los salarios menos cualificados mediante la creación de un impuesto sobre la energía y sobre las emisiones de óxido de carbono? Cabe dudarlo, como también se puede dudar que llegue a debatirse seriamente la posibilidad de promocionar diferentes formas de empleo.

Del lado operativo, Jacques Delors, frenado durante diez años por la oposición de los gobiernos "liberales" siempre que intentó promover un esbozo de política industrial, volvió a la carga con el intento de sensibilizar a los gobiernos y a los jefes de empresa sobre la necesidad, para la Unión, de no perder el autobús de la revolución tecnológica en curso en materia de telecomunicaciones. La acogida por parte de las empresas ha sido positiva, reclamando un proceso acelerado de desmonopolización, un nuevo marco de reglamentaciones y la ayuda para el establecimiento de redes telemáticas para los servicios públicos, todo ello con el fin de incrementar la demanda y de permitir, gracias a los menores precios, el despegue de esas

nuevas tecnologías. Queda por ver si la buena disposición así manifestada se traducirá en realizaciones concretas.

La idea de desarrollar decididamente las redes transeuropeas de transporte y de energía procedía igualmente de la voluntad de fortalecer la competitividad de nuestras empresas y, paralelamente, promover la actividad. Tal idea no ha entusiasmado nunca a los alemanes, ni a los británicos, ni a algunos otros, pero todos ellos han dejado que las cosas siguieran su curso, contentándose con accionar en cierto modo el freno con el argumento de que se hace difícil pedirles a los países miembros sumas importantes en una fase en que Bruselas les recomienda que hagan un esfuerzo con vistas a reducir los déficit fiscales. La ortodoxia ha ganado al fin. Se financiarán unos diez o doce proyectos (entre los cuales varias líneas de TGV), que serán realizados en el curso de los cinco o diez años próximos, de forma un poco acelerada en relación con los calendarios inicialmente previstos, pero es de temer que todo quede ahí.

El Libro blanco, así, no será la versión europea del New Deal que a veces se ha querido dejar ver. En ausencia de un acuerdo sobre los medios necesarios, la integración económica progresa con gran lentitud, aunque la mejora coyuntural en curso permite esperar un clima más propicio. Teniendo en cuenta la experiencia del pasado y de los pesos muertos que obstaculizarán la labor de la Asamblea, nada permite pensar que el nuevo Parlamento dispondrá de la determinación necesaria para eliminar tal entumecimiento. Cada día está más claro que un empuje renovador no puede proceder más que de un relanzamiento político. Ahora bien, teniendo en cuenta la configuración actual del escenario europeo, ¿puede éste tener otro origen que una iniciativa franco-alemana?

Esperemos que los compromisos electorales previstos para los próximos meses no obliguen a retrasar tal iniciativa hasta después de la primavera de 1995.

No hay razones para el europesimismo.

(Reginald Dale, en "Herald Tribune" de 03/06).

El europesimismo está llegando a su fin. Todo está preparado, en efecto, para que quede definitivamente superada la etapa, de dos años de duración, en el curso de la cual muchos europeos llegaron a preguntarse si no había sonado la hora de renunciar al proyecto de unión.

Con mucho, el cambio más importante se ha operado en el instrumento que indica el tiempo, el cual está pasando de "tormentoso" a "bueno". Pero una confluencia positiva de circunstancias políticas pueden también contribuir a que las cosas vuelvan al buen camino, siempre que -el condicional es importante- los líderes estén a la altura que deben estar.

Empezando con las elecciones al Parlamento Europeo, la próxima semana, la UE inicia una etapa de renovación institucional. El próximo Enero, la Unión tendrá una nueva Comisión ejecutiva, un nuevo Parlamento y -siempre que lo aprueben los electores de Finlandia, Austria, Noruega y Suecia cuatro entusiastas nuevos miembros.

La cumbre franco-alemana de esta semana ha inyectado un renovado y saludable dinamismo al eje París-Bonn, motor todavía esencial de la integración política y económica. La Unión se encamina hacia una presidencia conjunta sin precedentes, en virtud de la cual las presidencias de seis meses de Alemania y Francia se sucederán una tras otra formando de hecho una sola presidencia, la cual, así, se prolongaría a lo largo de un año entero.

Animado por Alain Lamassoure, ministro francés para Asuntos Europeos, está empezando un debate crucial sobre el fortalecimiento de la Unión de cara a 1996, previo a la expansión de aquélla hacia el este.

Tanto los políticos como el público reconocen cada día más la necesidad de aprovechar la presente oportunidad histórica para soldar definitivamente las dos mitades del continente, y existen pruebas de que, por lo menos en algunos países, la fe de la gente en Europa se recupera después de la decepción que siguió al rechazo inicial por parte de Dinamarca del tratado de Maastricht, dos años atrás.

Pero las más expresivas manifestaciones de cambio son las señales de vida que se observan en las economías de los principales países continentales, sobre todo Francia y Alemania, en los que la confianza de los empresarios se recupera al fin y en los que las tasas de crecimiento deberían alcanzar de nuevo la velocidad de crucero, el año próximo.

La integración europea ha avanzado siempre de manera un tanto irregular, espasmódica, y no puede sorprender que los grandes pasos se hayan dado en períodos de recuperación económica.

El optimismo empieza incluso a revivir entre todos aquellos a los que tanto cuesta complacer y a los que hizo muy poca gracia el proyecto de moneda única anunciado en Maastricht, proyecto, por cierto, para el que se abren nuevas posibilidades, por lo menos para los países "centrales" que se agrupan alrededor de Francia y Alemania.

Ahí es donde aparece Alain Lamassoure. Su propuesta de que un grupo de "nuevos fundadores" avance más deprisa hacia la unión económica y monetaria -y hacia unas políticas exterior, de seguridad y de inmigración comunes- señala el camino por el que deberá progresar inevitablemente la Unión a medida que ésta se expanda.

Mientras tanto, la mitad alemana de la presidencia germano-francesa, que debe empezar el 1 de Julio, se va a poner en marcha con buen pie. Bonn se está inclinando por resolver el problema del paro europeo a través de la desregulación y de una mayor flexibilización del mercado de trabajo. También se muestra decididamente a favor de atraer al este de Europa.

Las elecciones al Parlamento Europeo se desarrollarán principalmente en torno a problemas locales. Sin embargo, el nuevo Parlamento querrá pronto probar y hacer uso de los nuevos pode-

res que le confiere Maastricht, y es de esperar que los utilice para presionar a favor de una mayor unidad.

Es más, después de la cumbre franco-alemana existe una posibilidad muy fundada de que el nuevo presidente de la Comisión sea Jean-Luc Dehaene, de Bélgica, un político de carácter y pragmático que conduciría la Unión en la misma dirección integradora.

(El campo de minas que es la política belga, en el centro de la división cultural norte-sur del continente, con trampas lingüísticas por todas partes, es el mejor terreno de entrenamiento para la dirección de la Unión Europea. Tanto es ello así que la participación en el gobierno de Bélgica durante un año debería ser un prerrequisito obligado para todo aquel que deseara ocupar un alto puesto en la Administración europea.)

Naturalmente, este panorama brillante podría estropearse, como así ha sido frecuentemente el caso tratándose de la unidad europea. Las elecciones alemanas, en Octubre, y la contienda presidencial, en Francia, en Mayo de 1995, podrán echarlo todo a perder.

La presidencia franco-alemana podría resultar un fracaso. Por otra parte, un crecimiento modesto puede no ser suficiente para poner fin al problema del paro en Europa. No se olvide que éste es el factor individual más importante que uno encuentra detrás del europesimismo.

Con todo, durante casi un año, y empezando estos días en Normandía, una sucesión de cincuentas aniversarios servirá para recordar por qué la unidad europea es tan esencial. Para variar, sería estupendo que nos sintiéramos optimistas.

El "White paper" de Delors, amputado.

("Le Monde", edit. de 8 de Mayo).

Los Doce, más confiados como consecuencia de los placeres de la recuperación, acaban de mostrar que no tienen en absoluto la intención de adoptar una estrategia voluntarista de tipo colectivo en la lucha contra el paro, contrariamente a lo que les recomendaba el Libro blanco de la Comisión sobre el crecimiento, la competitividad y el empleo que los jefes de Estado y de gobierno comunitarios habían aprobado en principio en Diciembre del año pasado. Así se lo han dicho, en su reunión del día 6, hace un par de días, los ministros de Hacienda a Delors, quien, esperando sin duda salvar lo que pueda de dicho plan, se ha inclinado. Salvo en el caso de que se produzca, pues, una reacción inesperada, nada grande puede esperarse ya de la reunión en la cumbre de Corfú, de inminente celebración, y lo más probable es que las decisiones que se adopten en el Consejo Europeo en Essen, el próximo mes de Diciembre, tengan un alcance limitado.

En la línea del tratado de Maastricht sobre la necesidad de establecer redes de comunicación transeuropeas, el Libro blanco sugería un esfuerzo importante de modernización de las infraestructuras del transporte, de la energía, y de las telecomunicaciones de la Unión. Un tejido cuyo objeto sería reforzar la capacidad operativa de las empresas y fomentar el progreso técnico y la actividad general.

El Libro blanco aludía a grandes cifras, por lo que podía hacer pensar en un nuevo "New Deal" y dar la impresión de que la Unión estaba dispuesta a asumir riesgos importantes en la lucha contra el paro. De aquí a 1999, sólo para las redes de transporte, las inversiones necesarias se valoraban en 220 m. m. de ecus (cerca de 1,45 billones de francos). Para empezar, la Comisión había elaborado una lista de 36 proyectos que representaban una inversión de 80 m.m. de ecus. Por lo que a la financiación se refiere, se hablaba, para el conjunto de las redes, de 20 m.m. anuales durante seis años, de los que 12 m.m. se hallan ya disponibles, debiéndose acudir al mercado para el resto.

Este esquema era fruto de la ilusión. Los representantes de los diferentes países, esto sí, han dado su visto bueno a unos treinta proyectos relativos al transporte, pero se han concentrado en una lista prioritaria limitada a once de ellos. Para estos, el coste de la inversión, hasta el año 2000, se reduciría substancialmente respecto a lo inicialmente, previsto, siendo incluso probable que las cifras ahora contempladas sean aún revisadas a la baja.

Dos son los obstáculos que impedirán llevar las cosas más allá. El primero de ellos es que, con frecuencia, la preparación de los proyectos no está lo suficientemente adelantada como para poder pensar en su realización a corto plazo; y, por otra parte, el deterioro de los déficit públicos impide que las aportaciones nacionales puedan ser todo lo generosas que sería de desear.

Los Estados miembros no tienen ni la voluntad ni la imaginación necesarios para superar obstáculos de tal naturaleza.

Los problemas de los derivados.

("The Washington Post"- "Herald Tribune", edit.).

Los derivados han llegado a simbolizar todo lo que Washington considera misterioso ("spooky"), incomprensible y amenazador en los mercados financieros. El Congreso, escarmentado por el coste del episodio protagonizado por las entidades de ahorro y préstamo (S & Ls), se pregunta, alarmado, si el rápido crecimiento de las operaciones de derivados causará daños parecidos. A petición del propio Congreso, la General Accounting Office ha publicado un informe sobre la materia, informe que, en general, resulta tranquilizador. Sugiere algunas mejoras en la regulación de todo ello, pero no da señal de alarma alguna. Como dice el propio dictamen, los derivados cumplen una función sumamente útil.

"Derivativo" es el término que se utiliza actualmente para designar un conjunto de contratos de naturaleza similar -futuros, opciones, swaps- que se han venido negociando durante décadas. El citado informe presenta como caso ilustrativo el de un banco, cuyos clientes de Japón deseaban fijar el precio que deberían pagar (en yens) por una determinada cantidad de crudo de petróleo al cabo de unos meses. Primero, el banco se dirigió al mercado de primeras materias para comprar contratos de futuros (en dólares) para la entrega del crudo en una determinada fecha, más adelante. Y a continuación el mismo banco compró en el mercado cambiario yens a plazo. Las empresas utilizan los derivados para precaverse ante posibles oscilaciones súbitas de los precios de las materias primas y, más frecuentemente aún, de los tipos de cambio de las monedas y de los tipos de interés.

Los derivados pueden ser también utilizados con finalidades puramente especulativas. El informe advierte que, en caso de crisis, puede resultar necesaria la intervención de las autoridades. ¿Significa esto que se ha de poner un freno al desarrollo de esta actividad? No. En caso de crisis -desencadenada, por ejemplo, por una subida de los tipos de interés- es mejor utilizar el sistema financiero como parachoques que permitir que el impacto afecte directamente a otras industrias en las que están en juego empleos y producción.

Por supuesto, las actuales regulaciones pueden mejorarse. Este negocio lo realizan sobre todo grandes bancos, pero también intervienen en él agencias diversas y compañías de seguros. Los bancos norteamericanos se hallan sujetos a una severa supervisión, pero éste no es siempre el caso para otros tipos de entidades. Por lo que se refiere a las compañías de seguros, el control ejercido sobre ellas por las autoridades federales es nulo, pues sólo están sujetas al control de los estados.

La General Accounting Office piensa que el Congreso debería exigir una regulación federal uniforme para todos aquellos que intervengan en operaciones de derivados. Es más, según el informe, el Congreso debería reconocer que la banca, las entidades especializadas en la negociación de bonos y obligaciones y, finalmente, las compañías de seguros, no son ya entidades que realizan actividades diferentes. Esto lleva asimismo a plantearse la cuestión de si debería permitirse que los bancos utilicen depósitos asegurados por instituciones federales para la financiación de derivados. Los riesgos, para el contribuyente, se verían reducidos si tal cosa fuera prohibida. Esto resultaría tranquilizador.

De todos modos, la simple aprobación de una legislación más estricta por parte del Congreso no será eficaz. El mercado de derivados es global. Una regulación que merezca este nombre requerirá -al igual que todo lo que sea vigilar lo que ocurre en materia de actividades financieras- la cooperación intergubernamental entre todos los países industrializados.

El febril negocio de los derivados.

(International Herald Tribune).

Los contratos de derivados se han convertido en los instrumentos financieros de moda en el mundo entero, y esto a pesar del clamor a favor de una más estricta regulación de este mercado. El revuelo es enorme en materia de futuros y de opciones, y todo el mundo, al calor de esta corriente, parece estar compitiendo para crear nuevos productos con los que obtener substanciosas ganancias. Los mercados aparecen en todas partes, y muy especialmente en Europa. La competencia es a veces feroz, lo que explica la constitución de alianzas que aseguren una cuota de mercado.

"Es algo canibalístico", dice Gary Delany, uno de los directores del Philadelphia Stock Exchange, en el que muchos responsables de los departamentos financieros de no pocas empresas europeas venden y compran opciones sobre divisas con el fin de cubrirse frente a posibles riesgos cambiarios.

"Los derivados son contratos financieros cuyo precio 'se deriva' de alguna otra cosa, normalmente materias primas, acciones, bonos o tipos de cambio". Algunos derivados, tales como los futuros y las opciones, se negocian en bolsas ("exchanges"), las cuales, en general, se hallan más controladas y vigiladas que el mercado abierto o directo ("over-the-counter market", o OTC).

Ahora bien, dado que las bolsas han de pagar por la infraestructura de las salas de operaciones o de los sistemas de contratación informatizados, así como por las garantías que proporcionan, el negocio que se realiza a través de las mismas es más caro que el menos regulado que tiene lugar directamente.

El mercado OTC también les permite a las empresas obtener productos "a medida", es decir, más adaptados a las conveniencias individuales de cada una de ellas, a través, por ejemplo, de contratos tales como swaps sobre tipos de interés o bien opciones sobre divisas que expiran en fechas fijadas por el cliente y no por las bolsas.

Esa flexibilidad se ha traducido en un gran desarrollo del mercado OTC, y ha obligado a las bolsas al desarrollo de productos competitivos.

A la vista del éxito de la bolsa de Filadelfia -en la que se negocian opciones sobre divisas por valor de 2 m.m. de dólares cada día- Marché a Terme International de France (MATIF), la bolsa francesa de futuros y opciones, empezó a negociar opciones casi idénticas, que permiten que los compradores aseguren tipos de cambio durante meses enteros.

Los gestores de MATIF no tienen reparo alguno en decir que quieren hacerse con el negocio que ahora realiza Philadelphia Stock Exchange. "Esperamos que las empresas francesas volverán al mercado propio" manifiesta Patricia Rouast, portavoz de MATIF en París.

El caso es, con todo, que muchos gobernadores de bancos centrales y muchos legisladores han expresado su preocupación ante la posibilidad de que una utilización excesiva de derivados conduzca a la desestabilización de los mercados financieros de todo el mundo. Principalmente, son los derivados OTC -es decir, los que se contratan sin la intervención de entidades más o menos institucionalizadas- los que más inquietan. Se han atribuido a derivados OTC las elevadas pérdidas en que han incurrido recientemente empresas multinacionales tales como Procter & Granuble Co. y Air Products & Chemicals Inc.

Mientras tanto, los vencedores en la confrontación transoceánica que está teniendo lugar entre las bolsas francesa y norteamericana son gente como Jean-Claude Coortoes. Como jefe del departamento financiero ("treasurer") de Valeo SA, de París, la misión de Coortoes consiste en reducir los riesgos de cambio en que puede incurrir el citado fabricante de partes para automóvil en sus exportaciones, o cuando adquiere materiales en el extranjero. Alrededor del 44 por ciento de los productos de Valeo se venden en Francia, pero el resto va a otros países, bien de Europa, bien de América del Norte o del Sur.

En la actualidad, Coortoes compra y vende opciones en el mercado directo. Ahora bien, teniendo tan cerca un MATIF que ofrece opciones, lo más probable es que se decida a operar a través de la bolsa de París. "Probaremos las opciones de MATIF si logramos de éste unos precios más baratos", dice Coortoes.

"Muchas empresas francesas se sienten inclinadas a utilizar alguna forma de opciones sobre divisas porque obtienen la mayor parte de sus beneficios en monedas distintas del franco". Esto es lo que manifiesta Eric Bertier, presidente de Paine Webber International SA, de París. "Las nuevas opciones de MATIF están destinadas a tener mucho éxito", añade Bertier.

Pero MATIF no es la única bolsa de futuros y opciones que intenta ampliar su oferta y su cuota de mercado. Telematic Options Exchange de Italia sacó hace pocos días un nuevo producto: opciones sobre bonos a 10 años del Estado italiano que compiten con otras opciones ofrecidas por el London International Finance Futures Exchange (LIFFE). Los directivos de LIFFE comentan que no están en absoluto preocupados por lo que pueda ocurrir en Italia o en otros países. "La competencia es siempre buena", dice Caroline Centon, portavoz de la bolsa londinense. A su juicio, las opciones de los rivales contribuirán a que el negocio aumente en todas partes. Con todo, LIFFE se ha visto desplazada con anterioridad por contrincantes más pequeños que utilizan sistemas de pantallas ("screen-based systems") para negociar futuros y opciones. Esto es lo que hace la nueva entidad italiana.

El año pasado LIFFE se hizo cargo de Meff Renta Fija, de Barcelona, entidad que llevaba cuatro años negociando futuros sobre bonos a 10 años del Estado español. LIFFE, sin embargo, se vio obligada a poner fin a este contrato al cabo de cinco meses, por falta de negocio.

Contrariamente a lo que hacen Meff o la bolsa italiana, LIFFE, con diez años de actividad, trabaja al estilo de Chicago ("open-outcry trading"), donde los agentes intercambian a gritos órdenes de compra y de venta en corros constituidos por los propios participantes. MATIF, por su parte, combina el "open-outcry" con la negociación a través de pantallas, mientras que los centros europeos más pequeños -tales como el italiano y el alemán Deutsche Terminbörse- utilizan sólo pantallas porque resultan más baratas que la disposición de un patio de operaciones.

La bolsa alemana anunció recientemente que facilitaría la lista de sus contratos en el Globex, el sistema de negociación electrónico que opera fuera del horario normal de trabajo ("after-hours electronic trading system") que fue desarrollado por el Chicago Mercantile Exchange, el Chicago Board of Trade y Reuters Holdings PLC.

Con todo, mientras el nuevo centro de contratación alemán confiaba a Globex la mayor publicidad de sus contratos, el Board of Trade lo abandonaba y LIFFE decidía no acudir a él.

Las bolsas de futuros y opciones parecen preocuparse más por desarrollar nuevas maneras de incrementar su actividad y su negocio que por la posibilidad de que se establezcan unas regulaciones más rigurosas sobre los derivados. Así lo entienden también algunos altos cargos de diversos bancos centrales". Las bolsas de derivados operan a la luz del día y son ya objeto de atenta supervisión", dice Chris Bailey, un antiguo funcionario del departamento de contratación de bonos del Banco de Inglaterra y en la actualidad portavoz de este banco central.

¿Qué son, en definitiva, los derivados?.

Lee Berton, en "The Wall Street Journal" de 16 de Junio.

La pregunta de moda, en efecto, es esa: ¿qué son los derivados y por qué dice la gente cosas tan horribles sobre los mismos?

En Wall Street cuentan y no acaban a propósito de los problemas que han tenido firmas tales como Procter & Gamble y Caterpillar Inc. como consecuencia de derivados. Y si bien la lista de las empresas que han perdido dinero en este campo no es tan larga como se pretende hacer creer, el caso es que esta cuestión ha conmovido a bastantes ejecutivos, contables y legisladores, dando lugar a una intensa controversia sobre los posibles riesgos de estos nuevos instrumentos financieros.

Algunos críticos ven el mercado de derivados como un multimillonario castillo de naipes compuesto de transacciones entrelazadas y muy dependientes las unas de las otras ("leveraged"). Su temor es que la caída de una de las cartas, o, en este caso, de uno solo de los jugadores, pueda poner en dificultades al sistema financiero mundial.

Otros, en cambio, entre los que se incluye el presidente de la Reserva Federal, aseguran que el riesgo de un colapso por ese motivo es insignificante. Los que participan en el mercado, por su parte, subrayan que los eventuales peligros están más que compensados por los beneficios que los derivados proporcionan ayudando a los bancos, a las empresas y a los inversores a diversificar sus riesgos.

Dado que la ciencia de los derivados es relativamente nueva, se hace difícil calcular el impacto final que estos instrumentos van a tener. Existen ahora en el mercado más de 1.200 clases diferentes de derivados, muchos de los cuales requieren un programa informático para adquirir forma.

En un intento de análisis de este complejo tema, docenas de expertos han ofrecido las siguientes explicaciones, susceptibles de contribuir a la concreción de la cuestión.

P. ¿Cuál puede ser una definición general de los derivados?

R. Los derivados son arreglos financieros entre dos partes cuyos pagos se basan o se "derivan" del comportamiento de un elemento de referencia elegido por las partes. Los derivados, así, pueden ser emitidos con base a divisas, materias primas, deuda del Estado o de las empresas, hipotecas, acciones bursátiles, tipos de interés o cualquier combinación entre todos ellos. Las opciones sobre acciones de una sociedad, por ejemplo, permiten que los empleados o los ejecutivos se beneficien de las alteraciones de los precios de las acciones de una firma sin necesidad de poseer en realidad título alguno.

P. ¿Cuáles son las formas más comunes de derivados?

R. Los derivados se dividen fundamentalmente en dos categorías: contratos opciones ("option-type") y contratos "forward" ("forward-type"), los cuales pueden negociarse en bolsas -como los futuros o las opciones sobre acciones- o privadamente.

Las opciones les dan a los compradores el derecho, aunque no la obligación, de comprar o vender un activo a un precio predeterminado, a lo largo de un tiempo concreto. El precio de la opción es normalmente un pequeño porcentaje del valor del activo de que se trate.

Los contratos "forward", que incluyen "forwards", futuros y "swaps", comprometen al comprador y al vendedor a intercambiar, en una fecha futura, un activo dado a un precio preestablecido. Se trata de acuerdos sobre precios determinados por los que el comprador asume unos riesgos iguales a los que asumiría si el activo fuera realmente suyo. Con todo, ninguna suma de dinero, normalmente, cambia de mano hasta la fecha de entrega, en la que el contrato se liquida frecuentemente en metálico ("cash"), y no intercambiando el activo.

P. ¿Para qué se utilizan los derivados en el mundo empresarial?

R. Si bien pueden ser instrumentos de alto poder especulativo, los derivados, en el campo del comercio, son sobre todo utilizados como protección frente a posibles alteraciones de los precios de las cosas. Por ejemplo, las empresas utilizan con frecuencia "forwards" y futuros para resguardarse frente a fluctuaciones de los tipos de cambio o de los precios de las primeras materias, con lo que pueden hacer previsiones más seguras sobre los costes de las importaciones o de las materias que emplean en sus procesos de fabricación. Las opciones pueden servir para lo mismo. Opciones sobre tipos de interés les permiten a las empresas controlar mejor los costes de financiación.

P. ¿Cómo surgen los derivados?

R. Un agente de derivados, generalmente un banco o una compañía de seguros, suscribe un contrato privado con una empresa, un inversor u otro agente. El contrato obliga al agente a proporcionar un rendimiento relacionado con un determinado tipo de interés, una moneda u otros activos. Por ejemplo, en un "swap" de tipos de interés el agente puede recibir un tipo variable a cambio de pagar un tipo fijo. Se dice que los "swaps" se originaron cuando veraneantes de Inglaterra y de Francia, molestos con las restricciones cambiarias existentes en algún momento, empezaron a intercambiar sus casas durante el verano. Los contratos sobre derivados actuales pueden ser mucho más complicados, pero básicamente siguen esa pauta.

P. **¿Por qué los derivados son potencialmente peligrosos?**

R. Dado que esos contratos exponen a las dos partes a las alternativas del mercado, sin que apenas haya movimiento alguno de dinero, exigen cobertura ("leverage"). Y tal cobertura puede ser notablemente incrementada por los términos de un contrato concreto. En los derivados que perjudicaron a Procter & Gamble, por ejemplo, una alteración dada de los tipos de interés de Estados Unidos o de Alemania resultó multiplicada por 10 o más.

Cuando las cosas van bien, tal cobertura proporciona un buen rendimiento, si se compara con el importe del capital arriesgado. Pero también las pérdidas pueden ser importantes cuando los mercados van para abajo. Incluso las empresas que utilizan los derivados como protección -y no para especular- corren riesgos, si la compensación esperada no se produce.

La dificultad de prever el progreso tecnológico.

("The Economist").

En los países ricos, la innovación es el principal motor del crecimiento económico. Y una de las principales tareas de la economía es entender la innovación. Pero se trata de una tarea que ha solido ser olvidada. La investigación, en el campo de la economía, se ha concentrado en las fluctuaciones de la producción a corto plazo, en el empleo y en los precios. Falta todavía una teoría convincente sobre el crecimiento a largo plazo, una teoría que sitúe a la innovación en su mismo centro, que es donde debe estar.

La Universidad de Stanford está trabajando por llevar la economía en la buena dirección. Con ocasión de unas reuniones celebradas a principios de este mes para celebrar la inauguración del impresionante nuevo edificio del departamento de economía, los organizadores, Ralph Landau y Gavin Wright, encargaron trabajos sobre "Crecimiento y desarrollo: la economía del siglo XXI". (Más adelante se publicará un volumen en el que se van a recoger los trabajos presentados).

La variedad de los problemas tratados en las reuniones pone de relieve cuán difícil será diseñar un programa coherente de investigación sobre crecimiento. Si se desprendió una lección,

con todo, fue que los economistas deberían tomar más en serio la historia de su disciplina. Un trabajo de Nathan Rosenberg, de Stanford, titulado "Uncertainty and Technological Change", mostró cuán revelador puede ser un análisis histórico. Desgraciadamente, lo que Rosenberg reveló sólo sirvió para dejar claro que la mayor parte de los economistas saben sobre tecnología todavía menos de lo que creen saber.

Es de sobra conocido que las tecnologías avanzan despacio desde el primer invento hasta la utilización generalizada del producto de que se trate. Lo que, sin embargo, llama poderosamente la atención en la historia de la innovación tecnológica es que la propagación de una nueva tecnología no es sólo lenta sino también extraordinariamente incierta, incluso después de que hayan tenido lugar las primeras aplicaciones comerciales de la misma. Esto no concuerda con la opinión general según la cual las incertidumbres se reducen apreciablemente después de las primeras utilidades comerciales. Las pruebas que sirven para refutar ese punto de vista proceden no sólo de las viejas tecnologías -seleccionadas en el trabajo por su atractivo anecdótico- sino también de muchas de las más importantes innovaciones de este siglo.

Piénsese en el láser, una tecnología comparativamente joven, con grandes posibilidades aún por descubrir. Aparte de su utilización en mediciones, navegación e investigación química, sus aplicaciones se han ampliado hasta incluir la reproducción musical (con lo que el láser se ha convertido en un producto doméstico), la cirugía, los trabajos de impresión, el corte de tejidos y otros materiales y, lo que constituye la utilización de mayor relieve hasta la fecha, las telecomunicaciones. Junto con las fibras ópticas, el láser ha revolucionado el sector telefónico. Sin embargo, el caso es que los asesores jurídicos de los laboratorios Bell no mostraron interés alguno ni siquiera por patentar su invento, creyendo que no tendría importancia alguna para la industria telefónica.

Este puede parecer un caso corriente, y lo es en realidad, por una razón: tal experiencia, en materia de innovación, no es excepcional. No es que ocurran cosas así todos los días, pero han ocurrido con frecuencia. El motor de explosión fue inventado en el siglo XVIII como una máquina para sacar agua de las minas. Durante muchos años no fue más que una bomba. Pero después se convirtió en una fuente de energía para la industria; más tarde en fuente de energía para el transporte; a continuación fue una manera de generar electricidad. Los primeros inventores nunca soñaron que su innovación pudiera tener una aplicación tan amplia.

Western Union, la compañía de telégrafos, rechazó la oportunidad de comprar la patente telefónica de Bell, en 1876, por una pequeña suma. En cambio, pensando en un futuro lejano, ofreció permanecer fuera del negocio telefónico si Bell se comprometía a no entrar en el negocio del telégrafo. (Por cierto que el mismo Bell interpretó equivocadamente la naturaleza de su invento, y así fue cómo calificó su patente como "Mejora en Telegrafía").

Marconi, el inventor de la radio, pensó que ésta sería utilizada sólo en los casos en los que la comunicación por cable resultara imposible, por ejemplo, entre barco y tierra. Nunca pensó que fuera a servir como medio de comunicación generalizado entre dos puntos cualquiera, y mucho menos en emisiones radiofónicas. Más tarde, cuando empezó a hablarse de retransmisiones para el público, un comentarista dijo que la principal utilización de éstas sería la difusión de sermones, los domingos, "porque éstos constituyen la única ocasión en que un hombre se dirige a un conjunto de gentes".

En 1949, el amo de IBM comentó que su firma no debería tener nada que ver con ordenadores, puesto que la demanda mundial de éstos sería cubierta con 10 ó 15 máquinas. El inventor del transistor, una de las principales innovaciones de este siglo, pensó que tal vez podía ser utilizado en la mejora de los audífonos personales. En el "New York Times" la noticia del invento mereció una pequeña referencia en una columna semanal, bajo este título "Noticias de radio", etc...

¿Qué es lo que los economistas pueden aprender de todo eso? Muchas cosas, pero principalmente que el primer invento es sólo una fracción de la innovación. Hay una razón obvia: el primer invento, en comparación con lo que seguirá, es primario. El primer ordenador digital electrónico contenía 18.000 tubos al vacío ("vacuum tubes") y llenaba una habitación de 35 metros de longitud. Ordenadores menores, más baratos y más seguros pueden ser utilizados hoy para más cosas. Por consiguiente, la innovación, en la práctica, se refiere más a mejoras que a inventos. El hecho de que la mayor parte del gasto en I + D de un país rico se destine al desarrollo de tecnologías ya existentes no significa que se carezca de creatividad o de imaginación. Los adelantos más espectaculares y más inesperados de la humanidad han procedido de "meras" mejoras de ese tipo.

Tan importante, con todo, como todo esto, es que pocas de las utilidades potenciales de cualquier invento, por más perfeccionado que llegue a ser, resultan evidentes desde el principio. En otras palabras, el invento subsiguiente de utilidades (que pueden tardar mucho en descubrirse) es tan importante como el invento inicial. Más adelante, a medida que este proceso se desarrolla -el invento de nuevos medios que estimula el invento de nuevas aplicaciones, y al revés- aparecen nuevos factores. Por ejemplo, tecnologías que en un principio estaban desconectadas pueden resultar ser estrechamente complementarias (este es el caso, v.g. de los láseres y de las fibras ópticas), innovador un nuevo impulso.

Este proceso es, por lo menos en parte, intrínsecamente impredecible. Está por ver cuánto dará de sí cuando sea sometido al análisis teórico. Sea como fuere, tal proceso sigue siendo la clave para entender el desarrollo.

Amanecer en algunos pequeños países industrializados.

Como hace aproximadamente un año, recogemos en este número el repaso que el diario suizo "Neue Zürcher Zeitung" suele hacer, en el informe mensual sobre la coyuntura incluido en su Sección Económica, de la situación por la que atraviesan algunas pequeñas economías europeas. Como en aquella ocasión, también ahora uno de los países analizados es España.

Parece que los pequeños países industrializados han superado ya el pasado año la crisis coyuntural. Después de que desde 1990 los indicadores de previsión vinieran reflejando todavía

para muchas pequeñas economías una producción industrial situada por debajo de la tendencia a largo plazo, la Oficina Suiza de Análisis de la Coyuntura constata claramente a partir del año último una mejoría de la situación. El crecimiento económico más fuerte se espera en los países escandinavos, mientras que en los estados del Benelux y en España se cuenta con que la expansión será más moderada. El abanico de tasas de incremento del PIB pronosticadas para el año en curso va desde el 1,3% de Bélgica, España y los Países Bajos, hasta el 3% de Noruega. En todos los países se estima discreto el riesgo de inflación.

El impulso recibido últimamente por la coyuntura se aviva por la demanda en alza de las exportaciones en aquellas economías que están fuertemente ligadas al comercio exterior. Las industrias exportadoras de Suecia, Finlandia y España se han beneficiado en 1993 de devaluaciones, en parte sensibles, de sus monedas. En cambio, la demanda de bienes de inversión y consumo parece estancarse en estos países, pese a la vuelta a la tranquilidad en el frente de los tipos de interés. En España, en concreto, la actividad inversora ha descendido el año pasado incluso en más del 10% y este año se teme un nuevo retroceso del 5%.

Las perspectivas de ansiada recuperación coyuntural quedan -y esto tiene a largo plazo una lectura preocupante- ensombrecidas en todos los países por graves problemas estructurales. Mientras que en el plano empresarial se pierde (generalmente) peso en los períodos de crisis, a nivel de la economía nacional los desequilibrios estructurales más bien se agudizan en esas etapas. Esta sería realidad se refleja primeramente en la desoladora situación del mercado laboral con la que numerosos estados se ven confrontados. Incluso las tasas de desempleo en torno al 10%, corrientes en la mayor parte de estos países industrializados desde hace años, se ven ensombrecidas por valores del 18%, en Finlandia, o de más del 20%, en España. Es verdad que la presión del elevado paro parece haber ejercido un efecto moderador en las negociaciones salariales, pero esta presión no ha sido (hasta ahora) suficiente para conseguir la eliminación de las rigideces en el mercado de trabajo.

En segundo lugar, pueden detectarse persistentes problemas estructurales en el ámbito de las finanzas del sector público. En ellas inquieta menos el hecho de que hayan seguido aumentando los déficit, ya que en tiempos de débil coyuntura ésta es una evolución completamente normal. Más bien da que pensar que no se haya utilizado la recesión para dar un golpe de timón y sentar las bases para una pronta erradicación de las causas verdaderas -las estructurales- del creciente endeudamiento público. Así en Bélgica se demoran por el momento los éxitos en el plano del ahorro, del discutido programa de crisis. Los representantes del Gobierno admiten abiertamente que no será posible alcanzar ya hasta 1996, a efectos de la Unión Monetaria Europea, el pretendido objetivo de un déficit presupuestario del 3% del PIB. Análogamente, lejos de la recta final se encuentra también, por ejemplo, Finlandia, Suecia, España e igualmente -después de un cambio de tendencia el último año- Austria.

El que los pequeños países industrializados puedan superar de manera sostenida estas serias dificultades es algo que dependerá de lo deprisa que se hagan, en los campos del mercado de trabajo y de las finanzas del sector público, los deberes todavía pendientes. Sería del todo imprudente remitirse al resurgir de la coyuntura y creer que todos estos problemas se resolverían por sí mismos con el crecimiento económico. Una tal actitud podría estrangular la expansión.

Nuevas rondas de ahorro en los países del Benelux.

La primavera de la coyuntura en nuestros vecinos mayores también ha despertado nuevo optimismo en los países del Benelux, dependientes del comercio exterior en un 50% a un 60% de su PIB. Las expectativas de crecimiento para el año en curso han mejorado enormemente en las últimas semanas.

En Bélgica el Banco Nacional espera ahora un incremento del PIB del 1,3%. En los Países Bajos los pronósticos oscilan entre el 1,0% y el 1,6%. El impulso se cree que vendrá sobre todo de las exportaciones y, en menor medida, del consumo privado que de todas formas descansa sobre unas bases muy débiles, debido a la moderación salarial seguida en ambos países. Hasta el año próximo no se espera un tirón de las inversiones. Las subidas de precios al consumo han estado en 1993, con un promedio del 2,8% en Bélgica y un 2,1% en los Países Bajos, bastante dominadas. La mayor preocupación la constituye en ambos países el pertinaz desempleo que, de acuerdo con las estadísticas de la OCDE, se ha expandido en los últimos doce meses desde un 7,8% a un 9,9%, en los Países Bajos y desde un 8,6% a un 9,7%, en Bélgica. En los dos países se considera la mejor receta para promover el empleo, la disminución de los costes salariales. Junto a los convenios con base cero, los empresarios pugnan bastante por conseguir que se aligeren los gravámenes públicos que en ambos países suponen aproximadamente una cuota del 50%. De ahí que el tema más importante de la política económica sea el de las nuevas ofensivas de ahorro en el presupuesto del Estado.

En los Países Bajos, a pesar de la fuerte dependencia que tienen con respecto a Alemania, el PIB no ha disminuido el año último, sino que ha podido incrementarse en un modesto 0,2%. Con exportaciones e inversiones en descenso -en un 0,1% en términos reales, las primeras, y en un 5,5%, las segundas- ha recibido dicho producto un apoyo sobre todo del consumo privado, que ha experimentado todavía un avance del 0,9%. Bajo la presión masiva del Gobierno los interlocutores sociales han concluido, sin embargo, en Noviembre pasado un acuerdo central sobre moderación salarial. Desde entonces en los convenios para el año en curso, prácticamente no se ha llegado a ninguna elevación de salarios más. El año pasado los salarios por convenio habían subido un 3,2 y en 1992, un 4,4%. El antiguo Gobierno rojo-negro había ya contribuido, por reducción de los impuestos y gravámenes sociales, a la moderación de costes. Para las negociaciones de la coalición entre liberales y socialdemócratas, que se han iniciado después de las elecciones del 3 de Mayo, hay multitud de recomendaciones y propuestas. Si el déficit público de un 2,9% del PIB del año pasado no ha de dispararse una vez más, la reducción de la cuota fiscal habrá de ir acompañada de nuevos ahorros de miles de millones que probablemente alcanzarán fundamentalmente a los gastos de carácter social.

En Bélgica, cuya industria casi en sus dos terceras partes todavía descansa en sectores altamente sensibles a la coyuntura, como la química básica, el ensamblaje de automóviles o la transformación textil, el PIB se ha contraído en un 1,3% en 1993. Según estimaciones del Banco Nacional, tanto el consumo privado, como las inversiones han ejercido un influjo negativo, mientras crecía con fuerza el superávit de exportaciones. El saldo positivo de la balanza corriente de la Unión Económica Belgo-Luxemburguesa se ha expandido desde el 2,8% del PIB hasta el 4,7% y, de acuerdo con los pronósticos del Banco, volverá a incrementarse hasta el 5%. Dado que el Gobierno, en su "plan global" del otoño último, ha decretado una congelación salarial de tres años, se espera un avance del consumo privado en los próximos meses sobre todo a través de la reducción de la extremadamente alta cuota de ahorro de las economías privadas de un

20%. También el Gobierno Dehaene ha intentado, de momento, en los segmentos salariales más bajos, promover la creación de nuevos puestos de trabajo, limitando las cargas sociales soportadas por los empresarios. Como el déficit público, que en 1993 ha seguido creciendo desde el 7,1% al 7,2% del PIB, no le deja, sin embargo, margen para ello, ha recurrido a medidas puntuales, acentuadamente burocráticas. El recorte de las cargas sociales se ha limitado a los jóvenes y a los desempleados de período largo y se ha supeditado a la presentación de los llamados planes de empresa para la "redistribución del trabajo". De todo esto poco se ha visto realizado hasta ahora.

El pequeño Luxemburgo, con su importante oferta de prestaciones de servicios en el sector de la banca y en el audiovisual, puede hacer frente sin dificultad a las vicisitudes de la coyuntura. El aumento del PIB se ha desacelerado en 1993 hasta llegar a sólo el 1,9% (en el año anterior, el 2,1%). Se cuenta en el año en curso con alcanzar un crecimiento del 1,5%. La tasa de desempleo ha sido, en 1993, de un 2,1% (1,6%), en promedio. En el sector de la banca, ha continuado incrementándose la cifra de empleos en un 6,3%, pasando a 17.730. El superávit de la balanza corriente del Gran Ducado oscila regularmente en torno al 25% del PIB.

La exportación, locomotora de la economía escandinava.

La mayor parte de los indicadores de la coyuntura en los países noreuropeos vuelven a orientarse en sentido ascendente. Este año el PIB se expandirá en Noruega, con un 3% probablemente con mayor intensidad que en ningún otro sitio, en tanto que Suecia, con una tasa de crecimiento de apenas el 2%, podría situarse en el extremo inferior de la escala. Si Dinamarca, y en menor medida también el país de los fiordos, han podido salir airosos de la recesión, con un quebranto monetario frente al DM relativamente modesto y con una tasa de desempleo en suave ascenso únicamente, las naciones industriales de mayor peso de la Europa del Norte han tenido que encajar considerables reveses. Los bajos tipos de interés reales proporcionan ahora a Copenhague, un estímulo ajustado al mercado, en tanto que Suecia y Finlandia son víctimas, después de las fuertes devaluaciones del descalabro monetario.

Sólo a primera vista discurre de forma sincrónica la expansión en las economías escandinavas, mayoritariamente estimuladas por el lado de la exportación. Los cuatro países se encuentran indudablemente en un estadio de transición próspero, en el que no hay que temer ni problemas de utilización de capacidades, ni de costes salariales. Sin embargo, no están igualmente preparados para la competencia internacional, en general, ni para el Mercado Interior Europeo, en particular. Es sobre todo el radio de acción político financiero del Estado el que se manifiesta diferenciado, ya que los problemas estructurales desvelados con motivo de la última crisis se han combatido con estrategias totalmente distintas. Finlandia ha tenido que encajar una dolorosa caída, en parte debida a la violenta desaparición de las operaciones del "clearing" con la Unión Soviética que tanto recordaban los principios comerciales del COMECON. El péndulo oscila con igual fuerza en la otra dirección y Suomi ocupará ciertamente en 1995, con un crecimiento del PIB del 6%, un puesto de privilegio entre los estados de la OCDE. Podrá recuperarse así, en parte, el terreno perdido. La apreciable devaluación del marco finlandés, que ha allanado el empinado camino ascendente, constituye un incuestionable indicio de que la lucha contra los déficit estructurales había ido siendo aplazada en exceso. Pesa sobre el Gobierno igualmente una tasa de inflación del 18%, verdaderamente chocante para un país escandinavo. Las estructuras de costes y precios no son compatibles con las del Espacio Económico Europeo. Por lo demás, Helsinki sigue siendo contrario a la privatización de los grupos industriales.

En Suecia vuelve a florecer la industria exportadora, lo que no puede sorprender después de la devaluación de la corona en aproximadamente un 20% respecto al DM y del recorte de gravámenes a cargo de los empresarios. Después de importantes retrocesos, el consumo de las economías privadas aumenta ya en el año en curso, pero, sin embargo, la cuota de ahorro se mantiene a un nivel inusualmente elevado para Suecia. La campaña de privatización del Gobierno Bildt progresa, lo que crea confianza también en el extranjero. Hay síntomas de que las finanzas públicas se están saneando, aunque de momento se hayan aplazado programas de austeridad al estar en puertas las elecciones al Parlamento. Se va al recorte del déficit estatal, en primer lugar, a través de mayores ingresos fiscales derivados de los crecientes beneficios empresariales. Bajo un Gobierno socialdemócrata Suecia volvería a buscar la salida por la vía de apretar la tuerca fiscal y de más intervencionismo estatal. Con ello se comprometerían las suaves reformas del Presidente del Gobierno Bildt.

Los superávits anuales en la balanza comercial, del orden de 90.000 millones de coronas, reducen el riesgo de cambio, toda vez que parece pequeño el potencial de inflación a plazo medio. La tasa de desempleo del 14% limita para Estocolmo las posibilidades de los sindicatos de imponer elevaciones de salarios que vayan más allá de los incrementos de productividad. Por otra parte, inquietan la actitud reservada de la industria en lo que se refiere a las inversiones, así como la coyuntura deprimida en la industria de la construcción, puesto que los sectores más eficientes podrían encontrarse con estrangulamientos.

Sombras de la política sobre la recuperación española.

La economía española ha vuelto a encontrar el camino de una lenta recuperación. El Gobierno confía en que en 1994 el PIB se expansionará en un 1,3%. Este pronóstico se basa en la hipótesis de que se mantenga la estabilidad política, algo que ya no es evidente en vista de los recientes escándalos en el entorno del Gobierno de minoría socialista. Sin embargo, por de pronto, diversos indicadores permiten apreciar que se ha superado la fase recesiva. El consumo de cemento y el de gasóleo, las matriculaciones de automóviles, así como el índice de la producción industrial registran una tendencia ascendente. Los beneficios de las empresas más importantes con cotización en bolsa han evolucionado igualmente, con índices de crecimiento considerables. No obstante, el paro había alcanzado a finales de Marzo de este año una cifra récord: casi 3,8 millones de personas, lo que equivale a que el 24,58% de la población en edad de desarrollar una actividad, se declare desempleados.

El año pasado el PIB disminuyó aproximadamente un 1%. Mientras en el primer trimestre de 1994 se alcanzaba un crecimiento del 0,5% en comparación con el mismo período del año anterior, en el cuarto trimestre de 1993 la variación del PIB había importado aún un -0,3%. Según datos del Banco Central (Banco de España), la demanda interior había disminuido en 1993 un 3,6%, mientras que la economía exterior prestaba al incremento del PIB una positiva contribución de 2,9 puntos porcentuales. Hay señales de que últimamente la demanda interior está evolucionando con un cierto dinamismo. La tasa de inflación -medida por el índice de precios al consumo- pasó de un 5,3% (1992) a un 4,9%, mientras que el déficit del sector público crecía fuertemente, quedándose, como informa el Banco de España, en alrededor del 7,3% del PIB. Si se atiende a las cifras del Ministerio de Hacienda, desde Febrero se contrae el déficit, alcanzando (acumulado) en Abril unos 600.000 millones de pesetas, es decir, un 19,6% menos que en el mismo mes del año anterior. Pedro Solbes, el Ministro de Economía y Hacienda,

quiere comprimir el déficit de este año hasta el 6,4% del PIB. Solbes se ha fijado como objetivo de la tasa de inflación el 3,5%, una meta que se considera muy ambiciosa.

En el curso de los últimos doce meses han descendido apreciablemente los tipos de interés. Según el Banco de España, mientras tanto esto no se ha reflejado todavía positivamente en las inversiones, que en 1992 habían descendido ya en un 3,9%, contrayéndose en 1993 un 10,3%. Uno de los grandes bancos, el Central Hispano, estima que la tasa de incremento negativa de las inversiones se ha amortiguado hasta el -5% en el primer trimestre. La reforma de la legislación laboral, que ha entrado en vigor en estas semanas, debe, según declaraciones del Gobierno -y al igual que los bajos tipos de interés- repercutir también en la coyuntura, dinamizándola. Solbes tiene confianza en que en 1995 el crecimiento llegue más o menos al 2,6% y en 1996, incluso al 3,5%.

En 1993 el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha reducido a un porcentaje inferior al 1% del PIB. Según los datos del Banco Central, en el primer trimestre de este año el desequilibrio era de 168.400 millones de pesetas. En comparación con el valor del año precedente, esto equivale a un retroceso de casi la mitad. Esta evolución se debe sobre todo a una fuerte contracción del déficit de la balanza comercial, así como a unos mayores ingresos por turismo. La industria turística española espera este año un récord de visitantes.

Señales positivas en la coyuntura austríaca.

Se han consolidado en Austria los signos de cambio de la coyuntura que ya se habían apreciado en el último trimestre de 1993. Esta evolución se apoya sobre todo en las crecientes entradas de pedidos del exterior y en una demanda interior en expansión. La coyuntura industrial se afirma ya a finales de año. En efecto la producción industrial (excluido el suministro de energía), se incrementa en Enero y Febrero, según el Instituto de Investigación Económica (WIFO), en un 2,9% y un 3,8%, respectivamente, en comparación anual. En el año anterior, la producción había disminuido en promedio casi un 3%. Así que en Austria la recesión, contrariamente a lo sucedido en otros países ha sido más bien breve y moderada, con una baja del PIB el año pasado de sólo el 0,3%.

La reanimación de la coyuntura industrial tiene su origen sobre todo en la producción de prestaciones preliminares, cuyo aumento suele preceder a la coyuntura. Sin embargo, no ha resultado beneficiada todavía la fabricación de bienes de inversión y de consumo. En cambio, la benigna climatología sí ha repercutido positivamente en la actividad constructora. El WIFO espera que en 1994 habrá un crecimiento de la producción industrial del 2,5% y de las inversiones en equipos, del 3% (en el año anterior, del -6%). Es posible que el aumento del consumo privado se acelere, sobre todo gracias a la reforma fiscal, y que pase al 2% (0,8%).

Después del retroceso relativamente acusado del año pasado, las exportaciones avanzan desde hace algunos meses. Detrás de este proceso se encuentra sobre todo la demanda procedente de ultramar y del Este de Europa. Con la consolidación de la expansión en la Europa Occidental en los próximos meses posiblemente también volverán a incrementarse las exportaciones a la Unión Europea y a los países de la EFTA. En los tres primeros meses el comercio exterior se ha incrementado con fuerza, creciendo la exportaciones, según datos de la Oficina Central de Estadística, un 5,7% y las importaciones, incluso un 9,5%.

La incipiente expansión de la coyuntura, que según el WIFO, ha de conducir este año a un crecimiento del PIB del 2% en términos reales, ha tenido ya sus primeras repercusiones en el mercado laboral. En efecto, en el primer trimestre el empleo, en comparación con el año anterior, ha vuelto a aumentar ligeramente. El número de parados registrados era en Marzo un 4,3% más bajo que en 1993. Pero tampoco en Austria podrá contarse seguramente en un próximo futuro con una disminución sostenida del desempleo. Según los economistas de la coyuntura, la tasa de paro posiblemente se mantendrá por ello hasta 1995 en el nivel del 7% alcanzado el último año.

En cuanto a los precios y los salarios, ha continuado moderándose su evolución. A finales de año ceden los incrementos registrados en los convenios. El índice de incremento de los precios al consumo se debilita desde el 3,5% de Diciembre hasta el 3,1% de Marzo de este año. La inflación media anual, que en 1993 era todavía del 3,6%, podría de aquí a fin de año quedar claramente por debajo del 3%.

Las enseñanzas de la recesión.

("Süddeutsche Zeitung", edit. de Helmut Maier-Mannhart).

Lo que durante meses ha sido más bien una vaga sospecha, se ha convertido ahora en algo cierto. se ha superado ya la más profunda recesión de la historia de la postguerra. Ciertamente que no se vislumbra otro "boom" con cuya ayuda pudieran eliminarse rápidamente las pronunciadas huellas dejadas por la crisis, sobre todo en el mercado laboral. Pero de cada vez más sectores de la economía se reciben señales de que la reanimación avanza y de que puede incluso llegar a ser algo más sólida de lo que se había previsto.

Pues bien, esta recuperación sigue lo que puede considerarse un curso típico para Alemania. De nuevo la exportación asume el papel de locomotora de la coyuntura. La expansión en los Estados Unidos y la moderada mejoría en algunos estados europeos han supuesto para la industria alemana una inyección en pedidos. La chispa no ha saltado aún a la economía interior. Pero con un grado creciente de utilización de las capacidades productivas también en ella se han aflojado los frenos que se habían tensado fuertemente, particularmente en el campo de las inversiones.

Y justamente en medio del coro de tonos cada vez más optimistas de los empresarios estalla ahora, además, el estudio del Banco Federal Alemán que viene a decir que la economía alemana prácticamente no tiene problemas de costes a escala internacional y que no se puede hablar de una pérdida de competitividad a este nivel. Ello plantea la cuestión de si lo pasado no ha sido más que una aparición fugaz, una pesadilla después de la que despertamos para pasar al orden del día. ¿No habrán sido las discusiones en torno a los problemas de Alemania como centro económico, y los puntos de vista de ellas derivados, solamente un pretexto para poder imponer las medidas deseables desde el punto de vista económico empresarial y que van desde los

convenios cerrados a niveles bajos hasta los programas de reducción de costes en las empresas? ¿Podemos pues ahora tumbarnos a la bartola y esperar a los buenos tiempos nuevos que vendrán por sí solos?

Si éste fuera el mensaje que se desprende de la aurora de la coyuntura, ello sería fatal. Porque nadie puede negar que la debilidad coyuntural ha constituido sólo una cara de la medalla. En la otra figuran todos aquellos problemas estructurales que se han puesto claramente de manifiesto con motivo de la recesión y que también han sido analizados con criterio tajante. Sería funesto que todos estos conocimientos quedaran enterrados por las crecientes entradas de pedidos. La consecuencia sería que la expansión encubriría de momento las debilidades, pero que éstas emergerían con tanta mayor fuerza en la siguiente crisis. El hecho, por ejemplo, de que en Alemania de una recesión a otra haya aumentado en algunos cientos de miles de personas el zócalo del desempleo tiene también que ver con la circunstancia de que con la reanimación de la coyuntura siempre se han dejado de lado las medidas estructurales y, en cambio, ha habido que lamentar nuevas caídas.

Si los americanos vuelven a comprar ahora más máquinas alemanas, esto no cambia la realidad de que la industria alemana haya perdido en muchos campos, particularmente el de la alta tecnología, su posición de cabeza, de que haya declinado de forma alarmante la capacidad de innovación de un país con elevadísimos salarios, porque desde la política de formación hasta la política fiscal, el marco existente no es demasiado propicio al estímulo de la investigación y el desarrollo. El sector de los servicios, especialmente adecuado para la creación de puestos de trabajo, está mucho menos desarrollado en Alemania que en sus grandes países competidores, porque todos los obstáculos imaginables frenan los movimientos de población activa, no en último término la política sindical que pugna por cualquier puesto de trabajo, por poco rentable que éste sea. Apenas si ha cambiado nada hasta ahora en la frondosidad de las reglamentaciones existentes que convierte el quehacer económico privado en una carrera de obstáculos en la que hay que hacer frente a normas y disposiciones administrativas de todo tipo. La privatización de las prestaciones de servicios estatales ha hecho hasta ahora tan pocos progresos como la eliminación de subvenciones que a lo largo de las décadas han venido cimentando el mantenimiento de producciones no rentables, impidiendo así el desarrollo de sectores jóvenes y dinámicos.

Esto y algo más es lo que hay que acometer y cambiar con el fin de poder en cualquier caso aprovechar las oportunidades de crecimiento que se ofrecen con la recuperación, pero sobre todo para poder estar preparados para la próxima recesión. Nadie debería hacerse ilusiones de que con la ofensiva de la productividad que actualmente está teniendo lugar en el campo industrial se haya ganado ya el futuro. Ciertamente ella va mucho más allá de los programas de reducción de costes antes habituales, y que modifica eficazmente las estructuras de las empresas con el resultado de que la industria alemana pronto no tendrá que temer del lado de los costes, ninguna comparación con sus competidores extranjeros. Pero cuando no se modifiquen en su beneficio las condiciones marco dentro de las que operan los que generan el Producto Social Bruto, pero, sobre todo, cuando la capacidad de innovación no se promueva con los medios más variados -desde la lucha contra la hostilidad hacia la técnica hasta la mejora del clima para el desarrollo, en general, de la actividad empresarial- entonces todo esto no servirá para nada. Porque sólo comprimiendo los costes -por muy necesario que ello fuera por razones de supervivencia en la última recesión- no se consigue mantener en Alemania el nivel del bienestar.

ESPERANDO A LA LOCOMOTORA DE LA COYUNTURA.

Los mercados internacionales de materias primas en el primer trimestre de 1994.

(Edit. del "*Frankfurter Allgemeine Zeitung*").

El Fondo Monetario Internacional y los institutos de análisis de la coyuntura más importantes de Europa esperan que los precios de las materias primas en los mercados internacionales se sigan recuperando en el curso de este año. El ritmo y la intensidad de esta recuperación dependerán esencialmente de que la locomotora de la coyuntura continúe en los Estados Unidos a presión y de que la reanimación económica en Europa y Japón adquiera velocidad.

Una demanda activa ha arrastrado en América al alza, en los tres primeros meses del presente año, los precios del cobre. A ello han contribuido también los pronósticos de escasez formulados por destacados productores y analistas. Las liquidaciones, impregnadas de pánico, de fondos a plazo especulativos han dejado después, a principios de Abril, la profunda huella de la ligera corrección ya esperada después de la anterior subida de precios. Mientras tanto, operadores y observadores hablan de una tendencia relativamente estable de éstos. Los imperturbables alcistas llaman la atención sobre la apreciable caída de las existencias de cobre en los almacenes de la Bolsa de los Metales de Londres desde comienzos de año. De ello deducen que en el entretanto ha habido que recurrir a estas reservas a fin de completar la oferta constituida por la producción corriente que ya no es capaz de cubrir las necesidades. En cambio, los bajistas aseguran que lo único que ha habido ha sido un desplazamiento de las existencias. Ahora solamente en China se han acumulado así reservas del orden de 75.000 a 100.000 Tm. que oportunamente podrían, en cualquier momento, ser lanzadas nuevamente al mercado.

El acuerdo alcanzado a finales de Enero entre los principales países productores en el sentido de dar voluntariamente marcha atrás en su producción de aluminio para contener el descenso de los precios de este metal registrado de un tiempo a esta parte, ha surtido efecto, por lo menos de momento. Sin embargo, la recuperación de la cotizaciones que así se ha desencadenado ha topado ya a mediados de Marzo con notables dificultades. A pesar de las estadísticas dadas a conocer posteriormente y que permiten concluir que hay una contención real de la producción, reina escepticismo en los medios de comerciantes y analistas sobre si el acuerdo es verdaderamente adecuado para llevar al mercado del aluminio el cambio de tendencia hace tiempo ansiado por los productores. Por un lado, se aduce que no se puede confiar en ninguna estadística que uno mismo haya manipulado -no hay que confundir las declaraciones de intención con los hechos- y, por otro, sigue sin estar claro si y de qué manera Rusia puede y está dispuesta a llevar a la práctica su promesa de reducir su producción anual de aluminio en 500.000 Tm. Es más bien de tinte bajista la circunstancia de que las existencias de aluminio en la Bolsa de los Metales de Londres (LME) hayan rebasado mientras tanto el nivel de los 2,6 millones de Tm.

NIVEL DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS DESDE 1973

Indice	Reuter ⁽¹⁾	Moody ⁽²⁾	VWD ⁽³⁾	HWWA ⁽⁴⁾	
				Sin	Con
1974	1309	797	-	117	104
1975	1118	761	-	100	100
1976	1428	816	-	110	107
1977	1577	882	-	120	117
1978	1461	930	119 ⁽⁵⁾	113	116
1979	1594	1093	149	138	153
1980	1731	1270	164	157	226
1981	1690	1075	175	136	241
1982	1563	995	162	118	229
1983	1958	1050	192	123	209
1984	1931	1027	213	125	205
1985	1819	922	188	112	197
1986	1637	898	137	116	143
1987	1730	1058	122	123	148
1988	1980	1144	181	160	145
1989	1927	1102	142	150	157
1990	1812	1105	135	151	187
1991	1681	1026	125	136	161
1992	1593	982	117	132	160
1993	1668	1065	116	119	144
1994					
Enero	1691	1179	135	124	130
Febrero	1779	1176	136	126	130
Marzo	1818	1204	133	128	129

(1) En base a libras esterlinas.

(2) En base a dólares.

(3) En base a DM.

(4) En base a dólares.

(5) Empieza a calcularse en octubre de 1978.

Sin = Sin materias primas energéticas carbón y petróleo.

Con = Con carbón y petróleo.

Al cinc los observadores apenas si le reconocen posibilidades de recuperación sostenida de los precios. En este sector sobre el mercado sigue presionando el exceso de oferta que también se refleja en las reservas de la LME que alcanzan 1,147 millones de Tm. Una gran parte de esta oferta procede, por lo que se dice, de los suministros a Occidente no sujetos a limitación de China y de la Comunidad de Estados Independientes. Han fracasado los intentos llevados a cabo, en el marco de la Unión Europea, de inducir a los productores de cinc a un acuerdo orientado a

una acción común para reducir la producción, cerrando una o más minas. Según parece, sólo en Japón se han conseguido recortes productivos de cierta consideración. Los técnicos estiman que mientras tanto aproximadamente una cuarta parte de la capacidad occidental de fundición trabaja con pérdidas.

En el mercado del plomo -después de la pasada y considerable alza de precios debida fundamentalmente al frío tiempo invernal en América del Norte y en Europa -se registran actualmente nuevos mínimos cíclicos. Como en el caso de otros metales, las crecientes existencias de los almacenes de la LME son indicio de un abastecimiento abundante. De todas formas los concededores del mercado consideran que estas existencias en absoluto deben estar libremente disponibles. Podría suceder que partícipes del mercado que mantengan criterios a largo plazo hubieran sometido a control una parte importante de estas existencias. También el mercado del estaño tiende predominantemente a una posición de debilidad. Siguen contribuyendo a ello las reservas, cuantiosas y tampoco fácilmente absorbibles. Porque del lado de la demanda no hay indicios de unas necesidades en aumento en volumen considerable.

El nuevo cártel de países productores de café puede estar satisfecho, por lo menos de momento, con el éxito de su política de retirar del mercado hasta un 20% de la mercancía exportable para estabilizar los precios. Los precios de las variedades "robusta" y "arabica" han experimentado en las últimas semanas una auténtica alza y alcanzado el nivel más alto en cinco años. A ello han contribuido también los pronósticos de una menor cosecha de café en éste y en el próximo ejercicio económico (Octubre/Septiembre). De todos modos, mientras tanto, se ha superado la cota de precios que anula la contención en las exportaciones. Mucho dependerá ahora de que los productores lancen al mercado -y en qué volumen lo hagan- el café hasta ahora retenido.

Los precios del cacao en bruto han cedido, en general, en los primeros meses de este año. En estos momentos están en torno a un 20% por debajo de los de Diciembre de 1993. Las estimaciones sobre la cuantía del déficit de producción en el ejercicio presente se han ido reduciendo una y otra vez. Oscilan actualmente entre las 50.000 y las 90.000 Tm., mientras que inicialmente se había anunciado un desfase entre producción y consumo de hasta 200.000 Tm. La diferencia se explica por el hecho de que los resultados de la cosecha se espera sean notablemente superiores a como se había pronosticado a principios de año, mientras que la esperada reanimación de la demanda ha brillado por su ausencia.

En cambio, en el mercado del azúcar hay una pugna entre alcistas y bajistas. En comparación con otros mercados de materias primas, los factores de influencia actuantes de oferta y demanda quedan fuertemente encubiertos por los fondos a plazo especulativos.

Planes de la Unión Europea para eliminar los excedentes de vino.

(Del "Neue Zürcher Zeitung").

El mercado del vino de la Unión Europea (UE) está caracterizado desde hace algunos años por importantes excedentes. Frente a una producción media de 190 millones de hectolitros -que corresponden aproximadamente a la mitad del embalse suizo de Gigerwald- la demanda era en 1993 de 154 millones de hectólitros. De forma continuada se ha ido debilitando el consumo de vino desde 1970 en un 1,6%, ó 2 millones de hectólitros, con lo que ha pasado a 45 litros por habitante. A pesar de las satisfactorias exportaciones a Japón y a los Estados Unidos -a las que de todas maneras se contraponen importaciones de los países del Este de Europa y de los países latinoamericanos- le queda, con ello, a Bruselas un "mar de vino" cuya administración (almacenaje) y transformación producción de alcohol) cuesta a la Unión Europea unos 1.500 millones de ECU. Desde el punto de vista de la Comisión esto resulta excesivo. Es la razón por la que hace poco ha presentado propuestas para la eliminación de estos excedentes.

Recorte de las ayudas.

Que la organización del mercado del vino -que data de mucho antes de la ampliación en los países del Sur de Europa- haya de someterse ahora a una revisión tiene también que ver con un cálculo político del antiguo Comisario de Agricultura Mac Sharry. En efecto, el irlandés había concentrado intencionadamente hace dos años la reforma agraria a los productos de los estados miembros del Norte para asegurarse así la conformidad de los países de la UE meridionales. Con ello lo único que se ha hecho ha sido aplazar la reforma del sector del vino. De esta manera resultarán tanto más exorbitantes las cuentas para los grandes países productores que son Francia, Italia y España. Porque en ellos -así argumenta el Comisario de Agricultura luxemburgués René Steichen- se produce en algunas regiones casi exclusivamente para la destilación, porque con ello es posible embolsarse primas de Bruselas. Sus propuestas para limitar la producción prevén, por supuesto, también una fuerte reducción en Francia, Italia y España (v. cuadro). Esto procura a Steichen por lo menos la simpatía de sus compatriotas y de los vecinos alemanes.

Dos formas diferentes de manifestarse.

Contra las propuestas de reforma protestan tanto más los viticultores meridionales. Serían los primeros en quedar perjudicados si Bruselas redujera las ayudas para mosto concentrado- que en el Sur se utiliza para enriquecer el vino- y las subvenciones para la destilación de vino excedente y su conversión en alcohol. Pero, en primer lugar, se reduciría el presupuesto de la UE en 150 millones de ECU y, en segundo lugar, se contraería la producción. Adicionalmente a esto la Comisión propone que aquellos estados cuya producción es superior a la de referencia deberán responsabilizarse de los excedentes. Además la Comisión -análogamente a lo sucedido en el caso de la reforma agraria- quiere crear incentivos para la disminución de superficies cultivadas. Estos programas de ajuste regional prevén, por una parte, indemnizaciones para la denominada cosecha verde, en la que, aunque se dejan las cepas, se recogen las uvas sin someterlas a elaboración. Por otra parte, el programa contiene indemnizaciones por una sola vez de hasta 7.000 ECU por hectárea para el abandono definitivo de viñedos. Hay una cosa clara en estos momentos: las propuestas de la Comisión no sólo producirán agitación en el Consejo

de Agricultura, donde los acuerdos se adoptan por mayoría. Los debates sobre la reforma de la organización del mercado del vino también llevarán a los viticultores disconformes a Bruselas, porque la capital belga degenera de todas formas cada vez más, convirtiéndose en lugar de peregrinación de los políticamente descontentos.

PLAN COMUNITARIO DE REDUCCION DE LA PRODUCCION DE VINO

(En millones de Hl.)

	Promedio producción 1989-1993	Objetivo para 1995/96	Disminución (en %)
Total CE	189,6	154,0	-18,8
Francia	63,4	51,8	-18,3
Italia	62,4	49,7	-20,4
España	36,7	29,2	-20,4
Alemania	12,9	11,1	-13,7
Portugal	9,8	8,4	-14,2
Grecia	4,2	3,6	-14,7

Fuente: Estadística vinícola CE.

En cualquier caso, es dudoso de qué forma se comportarán los productores de vino en las congestionadas carreteras. Una de dos, o harán lo mismo que los encolerizados pescadores y verterán su producto en las vías de comunicación o tomarán como modelo a los pacíficos apicultores que para gozo de la población ofrecían por doquier su fina miel. Las pacíficas degustaciones de vino se ajustarían mejor, tanto al cuadro de las calles de Bruselas, como a sus habitantes.

TEMA DEL MES

¿QUE QUEDA HOY DE KEYNES?.- Robert Skidelsky

¿QUE QUEDA HOY DE KEYNES?

Robert Skidelsky^(*)

Señoras y Señores:

El 9 de junio de 1930 -hace ahora sesenta y cuatro años- John Maynard Keynes pronunció una conferencia en Madrid. Aunque esa fecha registraba ya la llegada de la gran depresión, Keynes eligió como título: "*Posibilidades económicas de nuestros nietos*". Keynes fue un hombre optimista y un espíritu poderoso y feliz por lo que invitó a su auditorio a poner la vista más allá de "*la enorme anomalía del desempleo en un mundo colmado de necesidades*" para fijarla en una situación en la que, resuelto el problema económico, el mundo -o, por lo menos, Europa y América- gozasen del ocio que permitiría la abundancia a las gentes que lo vivieran. Incluso ofreció un mensaje optimista sobre el paro, si bien carente de acentos keynesianos. La desocupación era síntoma de que estábamos saliendo del paro: "*El aumento de la eficiencia económica -dijo Keynes- está teniendo lugar con rapidez mayor que con la que podemos afrontar el problema de la absorción de mano de obra; la elevación del nivel de vida ha sido demasiado rápida*". Con otras palabras: el problema a largo plazo no era la insuficiencia de la demanda sino la mala distribución del ocio. Más adelante volveré a ocuparme de este argumento. Constituye un retazo ignorado del legado keynesiano. Keynes esperaba, también, que los economistas llegarían a ser "*tan útiles como los dentistas*". Algunos todavía estamos aguardando a ese día.

Como ustedes saben, la actual tasa de desempleo en España es superior al 20%, según las estimaciones disponibles. En el conjunto de la Unión Europea, la desocupación se acerca al 12%. Se espera que, más de veinte millones de personas, quedarán sin trabajo el próximo año, frente a los siete millones de 1980 y los tres millones de 1970. En la OCDE el paro ha aumentado de 10,3 millones en 1970 a 20,6 millones en 1980 y 24,4 millones en 1990. En 1994 se ha previsto que llegue a 35 millones. Tengo mis dudas sobre la exactitud de esas cifras como medida del nivel real de actividad económica. Todos sabemos que existe una economía sumergida que elude, forzosamente, las cifras oficiales. A pesar de todo, el descenso de la participación de la población activa y el aumento del paro a largo plazo sugieren que la actividad económica en la Unión Europea es significativamente más baja que hace veinte años.

La situación parece hecha a medida para ser objeto de una terapia keynesiana. Sin embargo, comprobamos como la política keynesiana no se utiliza y, aparentemente, no es utilizable. Como expresaba el "*Economist*" el 3 de julio de 1993: "*Antaño los gobiernos hubieran respondido a esas infelices perspectivas con una dosis de la buena y aneja medicina keynesiana. Sin embargo,*

^(*) Conferencia pronunciada en Oviedo y Madrid los días 2 y 3 de febrero de 1994 para la British Council/Fundación Natwest, a quien *Cuadernos de Información Económica* agradece su autorización para publicarla.

Lord Skidelsky es Catedrático de Economía Política de la Universidad de Warwick. El segundo volumen de su biografía de Keynes: "*John Maynard Keynes: The Economist as Saviour 1920-1937*", fue publicado por McMillan en noviembre de 1992.

hoy los gobiernos parecen estar paralizados. Se les ha dicho que la política monetaria debe estar a cargo de un banco central independiente con el objetivo primordial de lograr la estabilidad de los precios. Sin embargo, todavía queda la política fiscal. Ahora bien, en estas circunstancias, los gobiernos de América y Europa oyen el consejo de que, para lograr una recuperación económica duradera, son esenciales unos déficit presupuestarios más pequeños, no más grandes. Seguramente todo eso resulta suficiente para hacer que Keynes se agite en su tumba".

La política actual está dominada por la creencia de que la política keynesiana es ineficaz o perversa. Friedman adujo que las intervenciones fiscales y monetarias no tienen, a la larga, consecuencias reales. Se afirma que, si el gobierno amplía la oferta monetaria, el único resultado es una subida de los precios; si el gobierno gasta por encima de una oferta monetaria dada, el sector privado se verá expulsado en esa misma medida. Esto es, simplemente, un replanteamiento del tradicional "*Punto de vista de la Tesorería*" contra el que Keynes se rebeló en 1929. Todo lo cual nos obliga a preguntar: ¿no ha sido la revolución keynesiana un simple desvío temporal desde la economía clásica a la nueva economía clásica?

Podemos estar de acuerdo en que gran parte del actual desempleo de Europa es estructural, no keynesiano. Un desempleo derivado del impacto del cambio técnico -lo que en ocasiones se denomina el final de los métodos fordistas de producción masiva- y de un desplazamiento de la estructura del comercio mundial en un mercado regulado y protegido de mano de obra. Algo que se ha ido preparando desde hace décadas. Admito la necesidad de reducir los "*costes sociales*" que estrangulan la creación europea de puestos de trabajo y de unas políticas proactivas en el mercado de trabajo, como se propone en el reciente Libro Blanco sobre Desempleo de Delors. De otra forma, la posición competitiva de Europa continuaría disminuyendo y una proporción creciente de su capacidad productiva se reubicaría fuera de la Unión Europea y, probablemente, se haría irresistible a una mentalidad avalando la "*fortaleza de Europa*". Keynes pudiera no haber disentido. Pocas semanas después de su visita a Madrid, escribió el 30 de agosto de 1930, en el "*New Statesman*": "*El factor dominante de todo el asunto es, sin embargo, el fracaso del sistema industrial británico en adaptarse al mundo de la posguerra... el fracaso en llevar a cabo una racionalización a rajatabla... tasas rígidas de salarios, falta de movilidad entre comercios y zonas, severas restricciones sindicales y regulaciones*". Pero, dicho esto, no cabe duda de que hoy la demanda también es demasiado escasa en Europa. Por eso, parte del desempleo actual es lo que los economistas hubiesen denominado, en tiempos, "*keynesiano*". No puedo creer que la actual tasa de paro de España sea una "*tasa de paro natural*". Así, pues, ¿por qué no vamos a poder hacer algo con el desempleo "keynesiano"? La respuesta, en pocas palabras, es que hoy el desempleo por una insuficiencia de demanda viene envuelto en una historia de inflación y déficit presupuestarios que se remonta a más de veinte años en el pasado. En parte, como resultado pero, también en parte, por otras razones, la ideología de los ochenta apuntaba hacia una reducción, no un aumento, del papel del Estado en la economía.

En la era prekeynesiana, el nivel de precios descendía en una depresión, ascendía en un auge y, por término medio, seguía igual. Por eso era fácil para Keynes ser a la vez expansionista y estabilizador de los precios; de hecho, en realidad, la estabilidad del nivel de precios exigía aumentar el gasto cuando descendían los precios. En la era keynesiana los precios siguieron subiendo durante las fases de alza y de baja, aún cuando a ritmos distintos. Gottfried Haberler ha destacado el dilema que afrontan hoy los gobiernos con una exactitud descarnada y cruel: "*Si se mantiene una política de dinero difícil para reducir la inflación se exacerba el paro. Si se sigue una política expansionista para reducir el desempleo se aumenta la inflación*" (G.Haberler, en E.H.

Solomon Ed., "*Electronic Money Flows*", p. 88). Desde finales de los setenta, la mayor parte de los gobiernos occidentales, durante la mayor parte del tiempo, se han comprometido a una reducción de la inflación. En tanto y cuanto que el paro se considere el precio por reducir la inflación más bien que el coste del "*laissez-faire*", la política keynesiana no se utilizará para reducir la desocupación. Más aún: probablemente esa política no es utilizable, ya que la distinción entre un aumento por una sola vez del nivel de precios y la inflación pierde su fuerza en una era de expectativas inflacionistas.

La segunda diferencia, entre la era de Keynes y la actual, es el telón de fondo de la hacienda pública. En los días de Keynes, los gobiernos cerraban los presupuestos con superávit presupuestarios, salvo durante los conflictos bélicos. En la depresión de los años treinta, el gobierno británico equilibró su presupuesto, considerando que la sanidad de la hacienda pública era la clave para lograr unos tipos de interés bajos. Keynes argumentó y abogó en defensa de un gasto con déficit en una etapa de profunda depresión, pero no como un modo de vida en cualquier fase de la actividad económica. En contraposición, el telón de fondo de la depresión actual ha sido el de años continuados de haciendas que no cumplen con la sanidad financiera. No sólo han estado en equilibrio pocos presupuestos en el mundo occidental desde fines de los sesenta, sino que los gobiernos han usado la inflación para reducir el valor real de los títulos de sus acreedores. El resultado inevitable ha sido un aumento del coste real de la deuda pública y la expulsión de la inversión privada. A comienzos de los ochenta, los gobiernos, en su mayor parte, se comprometieron a una reducción de déficit ante un alza cíclica del desempleo, lo que representa una clara inversión de la antigua prioridad keynesiana. Pero la recesión actual llega con unos gobiernos que continúan sobrecargados de déficit "*estructurales*", procedentes del pasado; por supuesto, el ejemplo principal de ese comportamiento es el de los Estados Unidos.

El factor final del cambio actual frente a la era keynesiana, es la oposición mundial contra el socialismo, que ha erosionado el apoyo ofrecido a los sectores "*socializados*" de las economías occidentales. En el apogeo keynesiano se consideraba axiomático que se requería la intervención del Estado para compensar el fallo del mercado. En los años setenta la ideología cambió y hoy, como resultado de la experiencia, el estado se consideraba, en general, parte del problema, más bien que su remedio. Se ha dicho que en España el sector privado es la parte de la economía que el gobierno controla y el sector público es la parte que nadie controla.

* * *

¿Cómo sucedió que la era keynesiana originó experiencias que socavaron los cimientos de la revolución keynesiana? Esta pregunta exige una respuesta teórica e histórica a la vez. Desde el primer punto de vista, la práctica ha sido defender a Keynes de los errores o interpretaciones equivocadas de los keynesianos, pero esa respuesta no es válida. En la visión del mundo de Keynes hay elementos que contribuyen a explicar los errores de la política keynesiana de la posguerra. Dicho esto, hay que añadir que la gestión pública inspirada por el keynesianismo -particularmente, a partir de los sesenta- evolucionó de un modo que era contrario a las intenciones de Keynes.

En la economía de Keynes, el nexo central es la relación entre el dinero y la situación del conocimiento. Debido a que el futuro es incierto, las personas e instituciones privadas tienen una

propensión a atesorar dinero en vez de invertirlo y esa propensión confiere a las economías de empresa libre, sin intervención pública, un sesgo permanente hacia la deflación y el desempleo. En el brillante resumen de sus ideas, del capítulo 17 de la "*Teoría General*", se afirma: "*Los hombres no pueden lograr ocupación cuando el objeto de su deseo (es decir, el dinero) es algo que no puede producirse y cuya demanda no puede sofocarse con facilidad. No queda más remedio de esa situación que persuadir al público de que el queso verde es prácticamente la misma cosa y ponerla fábrica de ese queso (es decir, un banco central) bajo la dirección del poder público*".

Para tratar esta situación inevitable, existían tres posibles paliativos. El primero era hacer que la inversión fuera "*permanente e indisoluble, como el matrimonio, salvo a causa de muerte u otra causa grave*" (*Obras Completas, VII, 160*). Eso era en una época anterior a aquella otra en la que el matrimonio empezó a asemejarse al mercado de valores. El segundo paliativo consistía en redistribuir renta a los que tenían una elevada "*propensión al consumo*". El tercero era hacer que el dinero "*se agriase*", como el queso fermentado, para que el público no deseara retenerlo. Técnicamente, este paliativo equivalía a cebar la bomba, bombear en la economía todo el dinero necesario para "*alimentar al acaparador*".

En estos tres pensamientos podemos percibir las semillas del triunfo y la tragedia de la revolución keynesiana. Tras la guerra mundial, los gobiernos se entregaron a la filosofía de Keynes de una inversión "*fiel*", nacionalizando amplios sectores de la economía. Las funciones de "*transferencia*" del Estado aumentaron considerablemente; el capitalismo se convirtió en "*capitalismo del bienestar*". Finalmente, se dejó que el dinero se "*agriase suficientemente*" para lograr un bajo tipo de interés sin desalentar el ahorro privado.

En un principio estas políticas, en combinación con otros rasgos del sistema, mejoraron la estabilidad, la ocupación y el desarrollo sin demasiada inflación. Sin embargo, ahora pensamos que la degeneración del keynesianismo estaba contenida en este enfoque. La "*fidelidad*" de la inversión, llevada a cabo por el Estado, condujo inevitablemente a que el ahorro se desviase hacia unas inversiones no rentables, porque el mercado político, a diferencia del bursátil, no permite al Estado "*licuar*" sus compromisos. En segundo lugar, la demanda de "*bienestar*" creció mucho más deprisa que la capacidad de los gobiernos para recaudar impuestos con los que financiarla. En tercer lugar, el colapso del sistema de Bretton Woods en 1971 eliminó el último obstáculo para la manufactura de dinero "*a lo queso fermentado*". Desde los años ochenta, los gobiernos han estado intentando invertir todas esas tendencias con un éxito dispar; han intentado liquidar inversiones improductivas, recortar presupuestos sociales, hacer escaso al dinero. Las banderas teórico-ideológicas bajo las que esas ideas han navegado han sido necesariamente anti-keynesianas: Friedman, Hayek y Lucas, han sido los gurus que las han agitado en los años ochenta.

Permítanme ahora volver a la historia. Si contemplamos la política keynesiana desde la guerra mundial, creo que podremos identificar tres fases en su degradación. Las denomino la del keynesianismo de la "*red de seguridad*", practicada entre 1945 y 1962, la del keynesianismo del "*desarrollo*" vigente de 1962 a 1970 y la del keynesianismo del "*contrato social*" que discurre de 1970 a 1979. Estas fases, naturalmente, se solapan; lo que es importante es el centro de gravedad de cada una de ellas.

Evidentemente, fue la primera fase la que presencié los mayores éxitos económicos de la posguerra en términos de renta mundial *per cápita*, desarrollo, productividad y control de la inflación. Fue la edad de oro del keynesianismo. La vida no fue ya tan bella en adelante.

La segunda etapa, la denominé keynesianismo de la "*red de seguridad*" porque, aun cuando el rango normal de actividades estatales se había ampliado, no se había recurrido aun a una deliberada financiación con déficit públicos para alcanzar metas de empleo. Se podría decir, incluso, que no había hecho falta. A la hora de explicar el dilatado auge, que va de 1962 a 1970, eran evidentemente importantes los factores del lado de la oferta. A todo lo largo del mundo desarrollado existían amplias oportunidades de imitar los métodos americanos de producción en masa y apretarle las clavijas a una agricultura de baja productividad. Además, la relación real de intercambio se movió a favor del mundo desarrollado, siendo particularmente importante la mejora derivada de una energía barata.

Sin embargo, estas favorables condiciones desde la vertiente de la oferta no explican la eliminación virtual del ciclo económico en esa fase. Una importancia crucial tuvieron el funcionamiento del sistema monetario y el del comercial internacional. El sistema de Bretton Woods contenía dos rasgos reconocibles del mundo pre-keynesiano: el patrón de cambios-oro (aunque con un tipo de cambio ajustable) y el impulso institucionalizado, a través del GATT, hacia la libertad de comercio, apoyado por la formación del Mercado Común en 1958.

El nexo entre oro y dólar proporcionó al mundo libre un ancla anti-inflacionista razonablemente segura, al menos hasta mediados de los sesenta. Hay que recordar que fue Keynes quien contribuyó a levantar este obstáculo decisivo contra las economías de la fábrica de queso fermentado. Sin embargo, fue la guerra fría la que hizo que el patrón de cambios-oro funcionase de forma favorable para las empresas. Como protector del mundo libre frente al comunismo, Estados Unidos inyectó dólares en la economía mundial a partir de los cuarenta.

Eso puso fin a la posición estadounidense como acreedor desequilibrado que, para Keynes, era la amenaza mayor de la prosperidad de la posguerra, manteniendo boyante a la demanda mundial, aunque complicase y agravase los problemas del dólar como moneda de reserva: la denominada "*paradoja de Triffin*". En su papel de asegurador a lo Kindleberger, América remedó las acciones de un gerente mundial keynesiano sin un deliberado propósito keynesiano, de forma muy similar a como Gran Bretaña actuara en el siglo XIX. Bajo la "*pax*" americana, el comercio y los pagos mundiales se fueron liberalizando progresivamente, permitiendo que el comercio mundial creciera más aprisa que la producción interna, repitiendo de nuevo la experiencia decimonónica.

La fase siguiente de "*keynesianismo del desarrollo*" en los años sesenta asistió, por vez primera, a la utilización deliberada de los déficit presupuestarios en la mayor parte de los países industrializados para ampliar la capacidad de sus economías. Esta fue la etapa desastrosa porque, al tiempo que las políticas de crecimiento no contribuyeron absolutamente al desarrollo, duplicaron la tasa de inflación en los países de la OCDE llevándola del 3 al 6% y destruyeron los cuidadosos equilibrios del sistema de Bretton Woods. La política americana se convirtió en el motor de la inflación mundial.

El desarrollismo tuvo diferentes raíces en distintos países. Primero se afianzó en una Gran Bretaña de lento crecimiento y en los Estados Unidos; se propagó a países de crecimiento más

rápido como Alemania y Japón que tenían una amortiguación de sus tasas de crecimiento. Pero la inspiración común fue política. Sólo una elevada tasa de desarrollo satisfaría las demandas en competencia sobre el Presupuesto sin tener que elevar los impuestos: en América las demandas fueron principalmente de armas, en Europa de mantequilla. "*El desarrollo económico marca el paso al que el partido laborista puede edificar la sociedad libre y justa que deseamos contemplar...*". Este párrafo del manifiesto laborista británico de 1964 manifiesta la auténtica causa de la política de los sesenta.

La proposición básica "*keynesiana*" que subraya las políticas de desarrollo adoptadas fue que la tasa de crecimiento de la producción depende, crucialmente, del índice de crecimiento de la demanda, el parámetro que los gobiernos podrían controlar directamente. Eso iba más allá de cuanto había dicho Keynes. Su propia técnica estaba diseñada para asegurar una demanda suficiente con el fin de mantener el pleno empleo conforme a la capacidad existente. Keynes hubiera dicho -en realidad lo dijo (*Obras Completas*, VII, 378-9)- que, con una situación de pleno empleo, la teoría clásica es válida por derecho propio, i.e., que la tasa de crecimiento en esa situación depende de las mejoras de productividad de los factores. Una de las discusiones teóricas del desarrollismo, a la usanza de los sesenta, fue invertir la causación clásica. Los keynesianos del desarrollo mantuvieron que el crecimiento de la productividad es consecuencia automática del crecimiento de la producción, más bien que al revés. El modelo de Kaldor, por ejemplo, intentó dar un rodeo a la restricción de oferta con pleno empleo a base de desplazar a la mano de obra desde el sector de los servicios a la industria. El otro espejismo fue la fe en las predicciones informatizadas. En los años sesenta el modelo de la Tesorería Británica de la economía "*contenía seiscientas ecuaciones y exigía doscientas hipótesis exógenas y ni una sola persona podría comprender como iba a funcionar*" (Brittan, "*Economic Consequences of Democracy*", 5).

La "*carrera del desarrollo*" fue inaugurada, en Gran Bretaña, por los déficit de los presupuestos de Maudling de 1962-3 y en Estados Unidos por las podas tributarias de Kennedy-Johnson y los aumentos de gastos de 1964-5. Cuando, a finales de los años sesenta, se suspendió esta política, tanto Gran Bretaña como Estados Unidos se encontraban en "*recesiones inflacionistas*", la esterlina se había devaluado y el sistema de Bretton Woods estaba herido de muerte al afrontar otros países la disyuntiva de importar inflación o permitir que sus monedas flotasen libremente desligadas del dólar.

Los economistas keynesianos culparon a los políticos de los errores de esta etapa. La libra debería haberse devaluado antes; Johnson debería haber elevado los impuestos para sufragar los gastos de la guerra de Vietnam y así sucesivamente. Aquí -me parece a mí- podemos contemplar una laguna importante de la revolución keynesiana: su falta de una concepción realista del proceso político. Los keynesianos estuvieron más que dispuestos a dar a los políticos discrecionalidad en la gestión de la economía porque no los contemplaban como compradores de votos en un mercado político competitivo sino como realizadores de proyectos científicos desinteresados.

Pero, aunque se hubiesen comportado como economistas, es decir, como pensaban los economistas que debían conducirse, hubieran fracasado porque, en realidad, nadie sabía como conseguir un crecimiento más rápido y los modelos de predicción, cada vez más refinados, eran inútiles para sincronizar intervenciones macroeconómicas en cuanto a dirección o cuantía. La política macroeconómica sigue adoleciendo de esas rémoras. Dos estudios recientes de

economistas del National Bureau of Economic Research que han intentado identificar las causas del desarrollo económico llegaban a la conclusión de que todo fue "*simple obra de la suerte*" ("*Business Week*", 1 de noviembre de 1993). Y los pronosticadores, tanto keynesianos como monetaristas, siguen fallando al predecir con exactitud el movimiento de las variables que les interesan.

Los efectos "*reales*" de las perturbaciones monetarias desatadas en los sesenta tuvieron alcance mundial y continúan hasta nuestros días. No sólo perturbaron la relación real de intercambio entre el mundo desarrollado y el menos desarrollado (dramatizada por la revolución de los precios del petróleo de 1973-4 y 1980-1) sino también el equilibrio social entre capital y mano de obra y los sectores público y privado en el que se había sostenido el orden de la posguerra. El sector público europeo, en especial, se consideró el "*motor del desarrollo*". En la práctica, lo que tuvo lugar fue su propio desarrollo y con él la capacidad del sector en cuestión, a través de sus sindicatos, de "*tener en jaque a la economía activa*".

La respuesta keynesiana al nuevo fenómeno de "*recesión inflacionista*" o "*estanflación*" fue el "*contrato social*". Se emplearía la financiación mediante déficit para restablecer el pleno empleo pero iría arropada por "*instrumentos adicionales*" destinados a restringir costes y salarios. Esa opinión se basaba en la teoría de "*inflación de costes*" articulada en los años sesenta. En cierto modo, esa concepción era la culminación lógica de un keynesianismo hubrístico. Los gobiernos pródigos gozaron ahora de una frugalidad coactiva impuesta a sus fuerzas laborales. A comienzos de los setenta, los países intentaron retornar al pleno empleo usando controles de precios y salarios para mantener dominada a la inflación pero, aunque el paro descendió, la inflación aumentó más aprisa, incluso antes de la revolución de los precios petrolíferos de la OPEP de 1973-4, lo que añadió otra carga adicional a la espiral inflacionista. En la práctica, el keynesianismo basado en el "*contrato social*" constituyó un modo costoso y estéril de comprar la aquiescencia sindical a una restricción de salarios. Su efecto fue elevar el "*salario de reserva*" y afianzar la cultura del subsidio, sentando las bases del desempleo estructural de los ochenta.

De lo que he dicho resultará evidente que situó al exceso de demanda en la médula de lo que salió mal, tratando como inducidos más que endógenos los fenómenos de costes (incluyendo los trastornos del precio del petróleo). Se registró cierta tendencia a un superávit de demanda incluso en la primera etapa -con éxito- del keynesianismo. Transcurrida la primera mitad de los años sesenta se fue precisando cada vez más inflación para mantener moderado al desempleo, debido en parte a que las expectativas inflacionistas se habían incorporado a la negociación salarial y, en parte, a que los subsidios y los privilegios sindicales deformaron la estructura de producción elevando "*la tasa natural de desempleo*".

Esta interpretación es congruente con la forma en la que muchos keynesianos de la posguerra teorizaron sobre la política aplicable. Sus modelos no tenían precios y, por consiguiente, carecían de restricciones de la oferta. Eso, por su parte, se puede atribuir al modelo de producción a corto plazo, contenido en la "*Teoría General*". Existía una zona gris entre la teoría de producción de Keynes y la teoría pre-keynesiana cuantitativa del dinero, cubierta por la hipótesis que el propio Keynes reconocía que era simplificada, de que "*mientras que exista desempleo el empleo cambiará en la misma proporción que la cantidad de dinero y cuando existe pleno empleo los precios cambiarán en la misma proporción que la cantidad de dinero*" ("*Obras Completas*", VII, 296). En los sesenta, esta zona gris iba a convertirse en la "*zona de seguridad*" o zona segura de la Curva de Phillips en cuyo interior se decía que los gobiernos iban a disponer de un "*menú*

de elección" entre distintos grados de inflación y desempleo. A través de esta zona, supuestamente segura, se permitía el juego de las expectativas inflacionistas, lo que hizo que la zona resultase cada vez más insegura. Eso abrió el camino a la teoría de las expectativas "*adaptativas*" y "*racionales*", con las que la teoría cuantitativa volvió a formularse con todo rigor, borrándose la teoría de producción de Keynes.

Permitáseme hacer explícito algo que ha estado implícito en lo que he venido afirmando. A lo largo de las dos fases de "*desarrollo*" y "*contrato social*" del keynesianismo, se dispuso de otro análisis de los problemas gemelos de inflación y lento crecimiento que hubiese sido coherente con una interpretación más modesta del legado de Keynes. Se trataba de mantener la presión de la demanda más mitigada, reduciendo la agenda social del Estado, desregulando a los mercados de productos y debilitando el poder de los sindicatos sobre la negociación salarial. Evidentemente, no tenemos los medios de afirmar si el propio Keynes se hubiese pronunciado por tal enfoque, pero resultaba un anatema para los economistas keynesianos y los políticos que pensaban que Keynes había prometido para ellos el definitivo almuerzo político gratis.

* * *

Así, pues, ¿qué queda de Keynes? Este siempre insistió en que los modelos económicos debían ser "*relevantes para el mundo contemporáneo*" ("*Obras Completas*", XIV, 296). Se ha dicho que, cuando algún colega le apremiaba para que cambiase de postura, replicaba: "*Cuando cambien los hechos cambiaré de idea. ¿Qué hace usted señor?*"

Una parte del legado de Keynes sigue intacta -la idea de que la demanda es importante-. La visión esclarecedora de Keynes de que un trastorno de la demanda -ya provenga del gobierno o del sector privado- puede conducir a un prolongado desempleo queda vindicada por la experiencia reciente.

Pero su explicación teórica del "*equilibrio con desempleo*" ha dejado de aceptarse. ¿Por qué razón, si las personas son optimizadoras racionales, debe persistir un elevado desempleo cuando existen oportunidades de comercio potencialmente rentables? Típicamente, los economistas no keynesianos retornan a las explicaciones pre-keynesianas basadas en las interferencias sindicales o legislativas del ajuste del mercado de mano de obra. Si se eliminase, no existiría obstáculo alguno a un pleno empleo continuo. Si existe una demanda insuficiente de contables, un contable siempre puede encontrar colocación como taxista.

Los "neo-keynesianos" intentan poner de manifiesto porqué no pueden funcionar de ese modo los mercados laborales, incluso partiendo de la hipótesis de una optimización racional. Teorizan la rigidez de salarios y precios con modelos que incluyen costes de información, costes de menú, fallos de coordinación, teorías del salario de eficiencia, histéresis, equilibrios de "*manchas solares*" y otras ideas de fantasía. Los post-keynesianos consideran la rigidez institucional o el comportamiento convencional una respuesta "*sensata*" a la incertidumbre o, en las versiones sraffianas y kaleckianas del post-keynesianismo, a la injusticia intrínseca del sistema capitalista. Ambas escuelas parecen estar convergiendo en su explicación de un comportamiento aparentemente irracional.

Pero, si está a la vista un consenso, éste es uno que acentúa la importancia de una política activa "*del lado de la oferta*" más bien que de expansión de la demanda a la antigua usanza. El índice de cambio técnico ha acelerado su ritmo enormemente. Hemos averiguado que los trastornos de la demanda pueden destruir la oferta. Eso nos lleva más allá de lo que había considerado Keynes. Similarmente, el énfasis en la "*inversión en capital humano*" dimana del reconocimiento de que, dado el nivel existente de capacitación profesional, el salario real que ajustado por el mercado podría tener que descender hasta un nivel miserable para muchos trabajadores.

En el terreno de la política macroeconómica es cada vez mayor el acuerdo en que las reglas fijas son preferibles a la política discrecional aplicada en los años sesenta y setenta. Eso se basa en la postura de Friedman de que las economías del "*laissez-faire*" son "*intrínsecamente más estables cíclicamente*" de lo que pensaba Keynes y que las perturbaciones del nivel de actividad son, en gran medida, resultado del intento de los gobiernos de manipular los "*parámetros*" monetarios para asegurar resultados a corto plazo políticamente favorables. Desde esta perspectiva, lo que John Hicks denominaba "*teoría especial*" de Keynes, en la que la preferencia por la liquidez gobierna al tipo de interés, es la teoría de un hundimiento profundo, sin gran aplicabilidad a condiciones normales. Hasta los keynesianos aceptan hoy la importancia de unas reglas de política creíbles y regímenes estables. Pero existe aún escaso acuerdo sobre cuáles han de ser.

Quizás el deseo más profundo sea volver a algo parecido al régimen de Bretton Woods de tipos de cambio fijos. Pero eso nos lleva derechamente al problema del huevo y la gallina. Unos tipos de cambio fijos creíbles reducirán la especulación, pero esta última hace casi imposible establecer tipos de cambio fijos que sean creíbles. La lección principal que hemos aprendido de la experiencia con el Mecanismo de Tipos de Cambios del Sistema Monetario Europeo es que el tipo de cambio no se debe utilizar para imponer una reducción de costes y precios monetarios. El instrumento se romperá antes de terminar la tarea.

Un imponderable importante es el resultado de la transición en el antiguo imperio soviético. ¿Llevará a una repetición de los años treinta? O bien, reabrirá una frontera largo tiempo cerrada al tráfico y al comercio y al restablecimiento de la confianza en la prosperidad, la paz y el progreso deshecha por la guerra de 1914-18? Muchos de los "*hechos*" que definen la era venidera, dependerán de como se lleve a cabo la transición. Cual de las posibilidades se materialice determinará, por su parte, "*cuanta dosis*" de política keynesiana se precisa en los años venideros. Pero el resultado no depende de los dioses y, seguramente, Keynes hubiera estado apremiando por una masiva inversión extranjera en los antiguos países soviéticos que, por su parte, ofrecerían un mercado en expansión a los bienes occidentales y nipones. Eso brinda la esperanza mejor de sacar al mundo de la recesión y restablecer las condiciones de un sistema basado en reglas como el que existía en el siglo XIX y los primeros veinte años que siguieron a la segunda guerra mundial. Pero el conseguir un buen ahorro occidental y japonés tendrá que ligarse a una verdadera reestructuración sin convertirse en otra restricción de suave presupuestaria del cambio.

Esto me hace retornar a las "*Posibilidades económicas para nuestros nietos*" de las que había partido. En un libro apasionado, "*Keynes, Bloomsbury and the General Theory*", el académico americano P.V. Mini escribe: "*Dado el desesperado falseamiento del mensaje de Keynes, tal vez sería preferible que abandonásemos su "Teoría General" como guía de la política y buscásemos*

inspiración en la vida de Keynes..." (p. 210). Como es lógico, como biógrafo de Keynes, acojo jubilosamente esta sugerencia. El serio aviso de Mini es que, así como Keynes, mediante la economía, deseaba llevar a la sociedad hacia lo bueno y lo bello, el keynesianismo se erigiría en estandarte del consumismo, del militarismo y del crecimiento del PNB. Al fin y al cabo, existe un tercer tipo de desempleo que contemplaba Keynes: el ocio elegido voluntariamente que hace posible una tecnología de robots. En Madrid, habló de los vastos cambios de las instituciones sociales y la psicología que se precisarían para llevar a cabo la transición desde la economía de la escasez a la de la abundancia. Y capturó, memorablemente, tanto nuestra ansia de ocio como nuestro temor del ocio en dos estrofas que le escribiera una vieja trabajadora. Veamos primero, el ansia:

"No estéis tristes jamás, no me lloréis, amigos

Que nada voy a hacer por los siglos de los siglos".

Seguidamente, el temor:

"Resonarán los cielos con músicas y salmos

Mas nada tendré yo que ver con esos cantos".

Quizás, el mayor legado que hoy pueda dejarnos Keynes sea recordarnos para qué sirve la economía. Eso puede ayudarnos a contemplar los problemas de hoy dentro de un marco temporal que se extiende más allá de la vida de los gobiernos.

GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

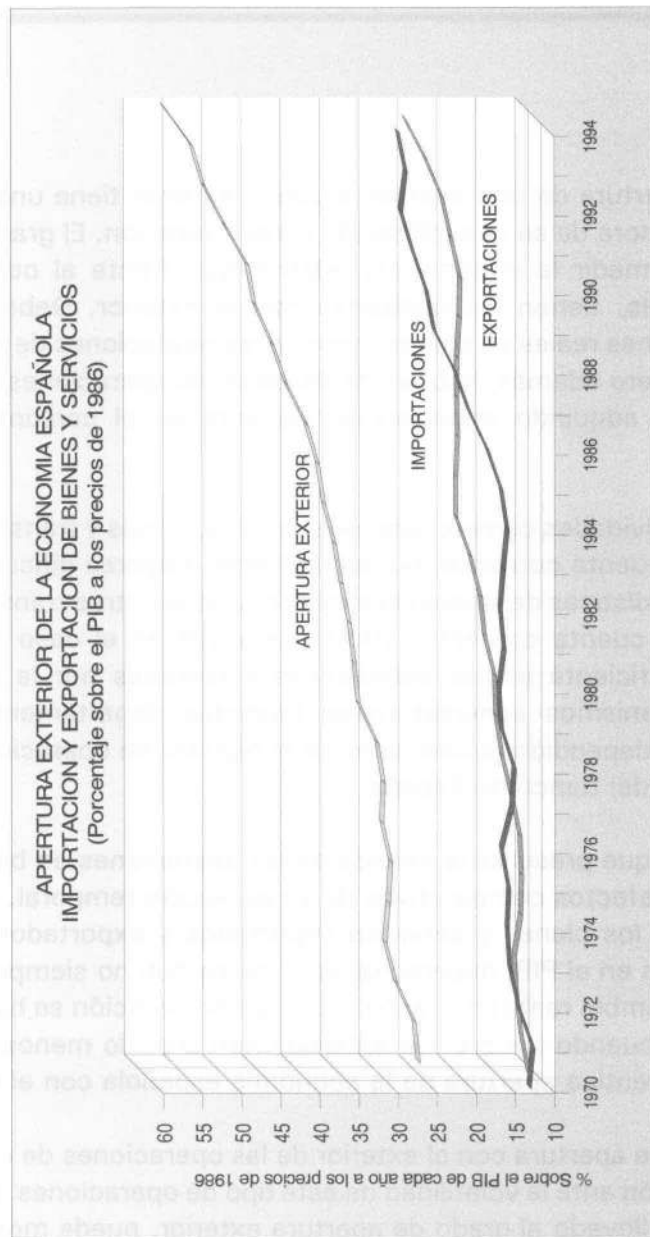
LA APERTURA EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El concepto de apertura de una economía con el exterior tiene una fácil definición, pero resulta problemático a la hora de su cuantificación e interpretación. El grado de apertura exterior de cualquier país, debe medir la importancia relativa que frente al conjunto de actividades económicas de dicho país, tienen las realizadas con el exterior. Debe referirse tanto a las actividades de transacciones reales en bienes, como a las operaciones de invisibles en servicios, rentas y transferencias. Pero además, habrían de añadirse las operaciones de capital, que en una economía moderna, han adquirido importancia relevante en el conjunto de la actividad de cualquier país.

La medición de las actividades comerciales, de servicios, rentas y transferencias, que integran la balanza de pagos por cuenta corriente, no debe ofrecer mayores dificultades que las propias de la fiabilidad de las estadísticas de comercio exterior, y de las otras transacciones figuradas en la balanza de pagos por cuenta corriente. Información que en el caso español, ha contando siempre con un rigor suficiente en las estadísticas elaboradas por la Dirección General de Aduanas, y por los organismos administrativos (distintos departamentos del Ministerio de Comercio) de quienes ha dependido sucesivamente el registro de operaciones de invisibles, que es ahora responsabilidad del Banco de España.

El principal problema que presenta la medida de las operaciones en bienes y servicios, es la correcta valoración a los efectos comparativos de su evolución temporal. El desigual comportamiento de los precios de los bienes y servicios importados y exportados, frente a los precios medios internos implícitos en el PIB, deparan unos cálculos que no siempre son representativos de la evolución del intercambio real con el exterior. Si la comparación se hace en términos de PIB a los precios corrientes, cuando los precios externos han crecido menos que los interiores, se tiende a subvalorar la auténtica apertura de la economía española con el exterior.

La medida del grado de apertura con el exterior de las operaciones de capital, puede acarrear problemas de interpretación ante la volatilidad de este tipo de operaciones. El dato de movimiento de los activos y pasivos, llevado al grado de apertura exterior, puede mostrar valoraciones que no explican en realidad ese grado de apertura exterior que se quiere medir. Así, por ejemplo, la variación de pasivos de España frente al exterior que en 1992, supuso un volumen de 5.242,8 miles de millones de pesetas, se elevó en 1993 a 10.361,4 millones de pesetas, prácticamente el doble que el año precedente. En cuanto a los activos, el comportamiento fue parecido, pasando de 4.609,8 miles de millones de pesetas en 1992 a 10.278,3 en 1993. El saldo resultante de 633,0 miles de millones de pesetas en 1992, y de 83,1 miles de millones de pesetas en 1993, tiene un sentido diferente. Dato que explicaría mal la notabilísima apertura registrada en las operaciones de capital de España frente al exterior, en los años 1992 y 1993.



Si se computan las operaciones de ingresos y pagos de la balanza corriente, y se le añade el saldo de la balanza de capitales todo medido en pesetas corrientes, y relacionado con el PIB el grado de apertura de la economía española entre 1985 y 1993, se habrá limitado a pasar del 47,12% del PIB en 1985 al 49,34% en 1993, después de haber alcanzado una apertura equivalente al 51,34% en 1991. Pero si este cálculo se refiere sólo a las operaciones en bienes y servicios, a los precios corrientes, resultaría que el grado de apertura se habrá reducido entre 1985 y 1993, pasando del 43,50% del PIB en 1985 al 40,30% en 1993, lo que, obviamente, es un dato que no responde a la realidad, todo ello como consecuencia de utilizar valores a los precios corrientes.

Después de estas reflexiones, se concluye que el indicador del grado de apertura de una economía con el exterior, sólo tiene pleno sentido cuando está referido a las operaciones reales en bienes y servicios evaluados en relación al PIB de cada año, pero siempre medido a los precios constantes de ambas variables. Es lo que parece que debe hacerse a la hora de enjuiciar el grado de apertura de la economía española frente al exterior.

El gráfico del mes que se presenta, está elaborado a partir de los valores a los precios constantes de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, en relación al PIB de cada año evaluado también a los precios constantes. Se han utilizado los datos de la Contabilidad Nacional de España (INE).

El gráfico muestra dos etapas bien diferenciadas. El período 1970 a 1986, en el que el grado de apertura exterior de la economía española, pasó del 23,3% del PIB en 1970 al 37,6% en 1986. Avance de 14,27 puntos porcentuales, que supone un crecimiento medio anual acumulativo del 0,62%. A partir de 1986, coincidiendo con la integración de España a la Comunidad Europea, el avance del grado de apertura de la economía española, medido en los términos descritos, avanzó desde el 37,6% de 1986 al 55,9% que se prevé para 1994. Aumento de 18,29 puntos porcentuales en ocho años, equivalente a una tasa anual acumulativa del 2,12%. Como muestra el gráfico, el grado de apertura desde 1990 fue aún más rápido, ganando 10,79 puntos en cuatro años, equivalente a 2,59 puntos porcentuales por año.

APERTURA EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

(Miles de millones de pesetas)

BALANZA CORRIENTE							
	Ingresos	Pagos	Suma	Saldo Balanza de capitales	Suma Total	PIB	Grado apertura exterior (%)
1985	6.923,5	6.568,5	13.492,0	-205,0	13.287,0	28.200,9	47,12
1986	6.963,1	6.448,2	13.411,3	-279,6	13.131,7	32.334,0	40,61
1987	7.695,7	7.700,3	15.396,0	1.231,6	16.627,6	36.144,0	46,00
1988	8.731,4	9.160,6	17.892,0	1.070,4	18.962,4	40.158,7	47,22
1989	9.581,3	10.943,4	20.524,7	1.504,1	22.028,8	45.044,1	48,90
1990	10.066,4	11.786,0	21.852,4	2.305,5	24.157,9	50.119,9	48,20
1991	11.855,0	13.239,5	24.824,5	3.320,6	28.145,1	54.820,6	51,34
1992	13.183,9	14.987,0	28.170,9	633,0	28.803,9	58.852,0	48,94
1993	14.721,8	15.232,2	29.954,0	82,8	30.036,8	60.881,5	49,34
1994(*)	17.125,5	16.829,8	33.955,3	650,0	34.605,3	63.678,0	54,34

(*) Previsión

Fuente: Balanza de Pagos de España. Ministerio de Comercio y Banco de España

La evolución de la apertura importadora y exportadora ha sido desigual, pero con una tendencia a converger en la actualidad. En 1994 la exportación de bienes y servicios equivaldrá al 26,7% del PIB, mientras que la importación, algo mayor, alcanzará al 29.2% del PIB, diferencia que representa el saldo deficitario de la balanza de bienes y servicios, prevista para 1994 en torno al 2,51% del PIB, calculado a los precios constantes de 1986 (Contabilidad Nacional), pero que en términos corrientes, probablemente va a deparar un superávit en torno al 164.500 millones de pesetas, equivalente al 0,26% del PIB.

La mayor apertura de la economía española con el exterior, que muestra el gráfico, explica como el ciclo económico y su perfil coyuntural, tiende a identificarse con el registrado en la economía del agregado de los doce países que integran actualmente la Unión Europea. Los motores de la salida de la recesión en 1994 están siendo el comercio exterior, fundamentalmente el exportador, y la expansión del turismo, variables que acabarán incidiendo en el resto de los componentes de la producción y la demanda interna.

APERTURA EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA
IMPORTACION Y EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS

(Miles de millones de pesetas)

	Exportación	Importación	Suma	PIB	(%) PIB
1970	348,3	376,6	724,9	2.629,9	27,56
1975	815,9	1.047,0	1.862,9	6.038,2	30,85
1980	2.386,6	2.742,5	5.129,1	15.168,0	33,82
1985	6.407,2	5.860,1	12.267,3	28.200,9	43,50
1990	8.555,2	10.250,7	18.805,9	50.074,1	37,56
1993	12.044,5	12.493,1	24.537,6	60.881,1	40,30

Fuente: Contabilidad Nacional de España.INE

INSTANTANEA ECONOMICA

**INSTANTANEA ECONOMICA
PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA**

Cuadernos de Información Económica Núm. 87; Junio 1994

**EL SECTOR EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA
EN EL TRIENIO 1992-1994**

COMENTARIO: El Sector Exterior de la economía española está teniendo un considerable protagonismo en la etapa recesiva-expansiva de los años 1992 a 1994. El crecimiento de la exportación de bienes y servicios en 1993 y 1994, se está mostrando como la variable impulsora de la demanda agregada, contribuyendo decisivamente a la superación de la recesión económica iniciada en el segundo semestre de 1992, y que parece ha quedado cancelada en el primer semestre de este año.

Los datos figurados en el cuadro corresponden a los publicados por el Departamento de Aduanas de la Agencia Tributaria, la Dirección General de Previsión y Coyuntura y por la balanza de pagos del Banco de España. Desde enero de 1993, como consecuencia de la desaparición del registro aduanero para las operaciones comerciales intracomunitarias, ha surgido un problema estadístico importante que se está resolviendo con el sistema INTRASTAT, que recoge la información sobre las transacciones comerciales intracomunitarias. En la medida que los datos correspondientes a los primeros meses de 1993, pueden estar sesgados a la baja (por falta de algunas declaraciones) no existirá seguridad sobre el volumen de dichos intercambios, hasta que el Departamento de Aduanas no publique los datos ajustados de dicho año. En cualquier caso, las diferencias no modificarán las tendencias observadas que apuntan, después de las devaluaciones, a una intensificación de las exportaciones y posteriormente, a la recuperación de las importaciones.

La Dirección General de Previsión y Coyuntura, en un esfuerzo para armonizar los datos del comercio exterior de 1993 y 1994, introduce en su Boletín de Indicadores Económicos del 13 de junio de 1994, las estimaciones de variación en volumen de algunos componentes del comercio exterior, que difieren respecto de los datos de Aduanas, como muestra el siguiente cuadro:

TASAS DE VARIACION EN VOLUMEN DEL COMERCIO EXTERIOR
(Porcentaje sobre igual período del año anterior)

	Estimación de la D.G.P. y C.			Datos del Dpto. de aduanas		
	1992	1993	Enero-Abril 1994	1992	1993	Enero-Abril 1994
Exportaciones de productos terminados ..	5,9	8,0	33,1	5,9	6,5	39,5
Importaciones no energéticas	8,1	-6,9	11,4	8,1	-8,7	20,0
- Bienes de consumo	18,3	-7,2	1,1	18,3	-8,6	6,2
- Bienes de equipo	-9,5	-23,0	10,1	-9,5	-23,1	21,1

Al corregirse al alza el volumen de transacciones comerciales en 1993, los correspondientes a 1994 se reducirían. Pero en cualquier caso, la exportación en volumen de productos terminados habría crecido el 33%, y la exportación total en torno al 25%. Las importaciones no energéticas habrían aumentado el 11%, y las totales el 12%. Datos que, en cualquier caso, son expresivos de la notable expansión del comercio exterior en 1994.

COMERCIO EXTERIOR.

La estructura de las importaciones españolas muestra la notable incidencia de la importación de los bienes intermedios, que habitualmente supone más del 55% de las importaciones totales. Un volumen de importaciones necesario para el desarrollo exportador, y para cubrir la insuficiencia o carencia en España de algunos productos básicos (petróleo, caucho, cobre, algodón, madera, etc). El segundo capítulo corresponde a los bienes de equipo, cuya importación ha descendido en 1993, a consecuencia de la caída de la demanda de los bienes de inversión. Un capítulo que tiende a corregirse para aproximarse al 5% del PIB, tan pronto como se recupere la demanda de este tipo de bienes. La importación de los bienes de consumo (alimentos y manufacturas) se situaba en 1992 en el 3% del PIB. Cuota que tenderá a alcanzarse tan pronto como crezca la demanda de consumo privado.

La exportación, a consecuencia de la crisis, se ha recuperado considerablemente. De tal forma, que en 1993 superó el 12,65% del PIB (a los precios corrientes), mejorando más de un punto porcentual sobre 1992, para elevarse en 1994 al 14,64%, según las cifras estimadas provisionalmente por el Banco de España. A consecuencia de ello, el déficit comercial en términos FOB (Balanza de Pagos) que en 1992 equivalía al 5,25% del PIB, se redujo al 3,19% en 1992, esperándose que para 1994 no llegue al 2,5% del PIB. Un cambio espectacular, que la economía española debería esforzarse en consolidar, ya que ello supondría disponer de un saldo corriente equilibrado, con los efectos positivos que tiene en la evolución del empleo, los precios y los tipos de interés.

BALANZA DE SERVICIOS.

La recuperación del turismo extranjero, resulta fundamental para la economía española. Genera trabajo y equilibra la balanza de pagos por cuenta de renta. Constituye la base económica de los archipiélagos y de buena parte de la costa mediterránea.

Los ingresos por servicios han tendido a aumentar, estimándose para 1994 una aportación a la balanza de pagos equivalente al 7% del PIB. De ellos 4,5 puntos del PIB corresponden a los ingresos por turismo, y el resto de 2,5 puntos a las exportaciones de todo tipo de servicios (fundamentalmente fletes, seguros y servicios bancarios, y a las empresas).

Frente a la expansión de las exportaciones de servicios, las importaciones mantienen una alta tasa explicada fundamentalmente por el capítulo de fletes y seguros, pagados al exterior. También el turismo de los españoles en el extranjero, que incluso en tiempos de crisis, ha seguido creciendo. Los pagos por servicios se situarán en 1994 en torno al 4,3% del PIB, por lo que el superávit de la balanza de servicios, alcanzará al 2,6%, unas cuatro décimas más que en 1992.

El superávit de la balanza de servicios en 1994, puede compensar el déficit comercial, aportando un saldo positivo de la balanza corriente en bienes y servicios, en torno a unos 164.500 millones de pesetas (el 0,3% del PIB).

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE.

Al añadir a la balanza comercial y de servicios, los datos de las subbalanzas de las rentas de inversión y de transferencias, se obtiene la balanza por cuenta corriente, que es el dato fundamental de la balanza de pagos con el exterior.

La balanza de las rentas de inversión, tradicionalmente deficitaria y la balanza de transferencias, con superávit, suelen mostrar saldos que tienden a compensarse. La balanza de las rentas de inversión, a consecuencia del descenso de los tipos de interés, tiende a registrar un saldo deficitario menor en 1994. En 1992 equivalió al 1% del PIB, saldo que se limitará a poco más del 0,9% en 1994. El superávit del saldo de transferencias, que incluye también las transferencias netas de capital, que en 1992 supuso el 1,03% del PIB, se reducirá algo en 1994, situándose en torno al 0,97%.

El comportamiento casi neutro del conjunto de estas subbalanzas, confirma la recuperación del saldo de la balanza por cuenta corriente, que alcanzando un nivel elevado en 1992 (-3,1% del PIB), cerrará 1994, probablemente, con un saldo ligeramente positivo, que el Banco de España ha estimado en unos 232.500 millones de pesetas, equivalente al 0,37% del PIB. El ajuste de la balanza de pagos en 1994 es, sin duda, la noticia más favorable de la economía española en este primer año de salida de la recesión económica.

BALANZA DE CAPITALES.

Según la estimación del Banco de España, los movimientos de capital, se han intensificado considerablemente en 1993 y 1994, especialmente por la compra-venta de la deuda pública. Las inversiones directas y en cartera, han tendido a reducirse.

En el cuadro comentado nos hemos limitado a valorar el saldo de la balanza de capitales, que en 1992 arrojó un superávit por 633.000 millones de pesetas, cifra que se redujo hasta 83.800 millones en 1993, esperando que en 1994 se recuperará algo, hasta alcanzar los 350.000 millones de pesetas. Una estimación problemática dada las continuas turbulencias a que se ven sometidas diariamente este tipo de operaciones.

BALANZA TOTAL.

La variación de las reservas centrales, una vez corregidos los errores y omisiones por operaciones de difícil registro, se evaluó en 1992 en una reducción de 1.777,9 miles de millones de pesetas, y en 566.000 millones de pesetas en 1993, equivalentes al 3,02 y 0,93% del PIB. La caída del nivel de reservas, aparte del menor superávit de la balanza de capitales, se atribuye prácticamente, al déficit de la balanza por cuenta corriente.

Para 1994 se espera alguna recuperación de la variación de las reservas centrales, en pesetas, a consecuencia del superávit de la balanza corriente, y un mejor comportamiento de la

balanza de capitales, que si se cumplen las previsiones del Banco de España, supondrá un aumento de las reservas centrales, en pesetas, por 482.500 millones, equivalente al 0,8% del PIB.

Este comportamiento tendrá un efecto positivo en las reservas centrales, valoradas en dólares, que pueden cerrar el año con un volumen de 45.600 millones de dólares, equivalente a casi el 10% del PIB. Aunque el volumen en dólares del nivel de reservas previsto para 1994, supone una reducción de casi 5.000 millones de dólares frente al nivel de diciembre de 1992, hay que tener en cuenta que dicha reducción, no es equivalente al medirse en pesetas, como consecuencia de la devaluación de la peseta frente al dólar.

APERTURA EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA
IMPORTACION Y EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS

(Miles de millones de pesetas)

Comercio Exterior	Valor nominal (m.m. pts.)			Variación nominal (%)		Variación real (%)		Porcentaje del PIB		
	1992	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1992	1993	1994
IMPORTACION FOB	9.845,7	9.646,7	10.804,3	-2,0	12,0	-7,5	4,7	16,73	15,85	16,97
- Bienes intermedios (%)	54,22	56,60	59,20	2,3	17,1	-1,7	10,6	9,07	8,97	10,05
- Bienes de consumo (%)	17,89	15,80	15,34	-3,0	8,7	-8,6	0,9	2,99	2,50	2,60
- Bienes de equipo (%)	27,89	27,60	25,46	-13,5	3,3	-23,1	-4,7	4,67	4,38	4,32
EXPORTACION FOB	6.757,3	7.702,9	9.320,5	14,0	21,0	9,6	16,0	11,48	12,65	14,64
SALDO COMERCIAL	-3.088,5	-1.943,8	-1.483,8	37,1	23,7	-	-	-5,25	-3,19	-2,33
SERVICIOS (SALDO)	1.264,2	1.412,2	1.648,3	11,7	16,7	5,4	11,1	2,15	2,32	2,59
- Ingresos	3.450,4	3.914,9	4.445,0	13,5	13,5	7,1	8,1	5,86	6,43	6,98
· Turismo	2.265,1	2.474,5	2.858,0	9,2	15,5	3,0	10,0	3,85	4,06	4,49
- Pagos	2.186,2	2.502,7	2.706,8	14,5	10,3	8,0	5,0	3,71	4,11	4,34
RENTAS DE INVERSION (Saldos)	-587,6	-572,3	-588,0	2,6	-2,7	-1,8	-6,8	-1,00	-0,94	-0,92
TRANSFERENCIAS (Saldos)	608,8	593,9	620,0	-2,4	4,4	-6,6	0,0	1,03	0,98	0,97
BALANZA CORRIENTE	-1.803,1	-509,9	232,5	-	-	-	-	-3,06	-0,84	0,37
BALANZA DE CAPITAL	633,0	82,8	350,0	-	-	-	-	1,08	0,14	0,55
ERRORES Y OMISIONES	-607,8	-138,8	-100,0	-	-	-	-	-1,03	-0,23	-0,16
VARIACION DE RESERVAS	-1.777,9	-566,0	482,5	-	-	-	-	-3,02	-0,93	0,76
RESERVAS CENTRALES (millones de dólares)	50.484	45.273	45.600	-11,2	0,7	11,2	0,7	8,78	9,36	9,89

Fuente: Departamento de Aduanas de la Agencia Tributaria. Dirección General de Previsión y Coyuntura y Banco de España.

PIB estimado: 1992 = 58.852 m.m. pts.; 1993 = 60.881 m.m. pts.; y 1994 = 63.678 m.m. pts.

Nota: Los datos de 1994 son una estimación sobre la base de los resultados de la balanza de pagos de enero-abril, extrapolada para el conjunto del año, a partir de las tendencias detectadas. Es, por tanto, una estimación provisional que habrá de ajustarse cuando se tengan datos reales.

LOS LIBROS DEL MES

ROMAN PERPIÑA EN LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS MORALES Y POLITICAS.-
Juan Velarde

LA EVALUACION DE LA EFICIENCIA EN LOS SECTORES PRIVADO Y PUBLICO; de
Prior, D., Verges, J. y Vilardell, I.- *Juan Antonio Maroto Acín*

I SIMPOSIO SOBRE IGUALDAD Y DISTRIBUCION DE LA RENTA Y DE LA RIQUEZA;
de Fundación Argentaria.- *José Luis Raymond*

NOTA SOBRE EL NOMBRAMIENTO DEL NUEVO DIRECTOR GENERAL DE LA
CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

ROMAN PERPIÑA, EN LA REAL ACADEMIA DE
CIENCIAS MORALES Y POLITICAS

Dentro de la tradición de la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros, de realizar al final de cada año la edición facsímil de una destacada obra de algún ilustre economista español ya desaparecido, para difundir el conocimiento de sus aportaciones, a comienzos de 1994 se editó la obra De Economía Hispana y otros ensayos, de Román Perpiñá Grau. Una obra pionera por su enfoque y ya clásica en la mejor tradición de nuestro pensamiento económico, defensora del papel fundamental de la apertura exterior sobre el crecimiento económico español.

Con este motivo, y coincidiendo con el legado de la biblioteca de Román Perpiñá a la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, se organizó en esta Corporación un acto homenaje en su honor en el que, además del Profesor Jordi Palafox -autor de la documentada introducción de esta nueva edición de De Economía Hispana y otros ensayos- intervino, en nombre de la Real Academia, el profesor Juan Velarde Fuertes. El interés del extenso comentario del profesor Velarde, pleno, por otra parte, de sentimiento humano hacia la personalidad de D. Román Perpiñá, nos ha inducido a incluir en este número de Cuadernos el texto íntegro de su espléndida intervención en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

S eñor presidente; señores académicos; señoras y señores:

He de comenzar por señalar mi emoción por haber sido encargado por nuestra Corporación para dar la bienvenida a esta Casa y Torre de los Lujanes, nuestro albergue en virtud de la Real Orden de 30 de abril de 1866, a mi maestro, el Dr. Román Perpiñá Grau. El, que tanto tuvo que ver con la Valencia del Cid, también ha sabido ganar esta batalla del acceso -un acceso original, casi desnaturalado, de hombre radicalmente libre, si se me apura- a nuestra Real Academia, casi tres años después de su muerte en su Reus natal.

El espíritu del profesor Perpiñá, con tal motivo, nos ha remitido tres presentes importantes. En primer lugar, la inmensa mayor parte de su biblioteca, un legado aminorado únicamente por una minúscula porción entregada a la Universidad de Barcelona como contrapartida a una pequeña ayuda monetaria. A esta entrega pronto se añadirá el envío generoso de dos grandes paquetes de libros de esta biblioteca de Perpiñá, que tenía en depósito el profesor Ramón Tamames, quien me ha anunciado que consideraba que deberían pasar a nuestro poder. Además, una antología de sus obras, que incluye, por supuesto, esa inmortal aportación que es *De Economía Hispana*, además de un complemento de su *Corología* y de un trabajo muy importante, pero menos conocido, *La política económica ante el memorandum Briand*. Se preparó esta antología dentro de esa maravillosa colección de facsímiles que se realiza en la Fundación FIES por el impulso de nuestro Presidente. Finalmente el legado de Perpiñá culmina con un nuevo

análisis crítico de sus aportaciones, que ha preparado, en forma de *Introducción* a la mencionada antología, el profesor Jordi Palafox, de la Universidad de Valencia.

Como es de rigor, yo he de recoger las tres cosas en nombre de esta Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, con una obligada glosa, que en este caso debe ser triple, porque a la vida y obra de quien vivió con estos libros y se quintaesencia en la antología titulada *De Economía Hispana y otros ensayos*, es preciso agregar, y agregaré, el comentario o si se prefiere, el intento de ampliación, del punto de vista de Palafox sobre Perpiñá.

La primera característica de la vida y obra de Román Perpiñá Grau es su coherencia rectilínea, desde que nace en Reus, en 1902, hasta que fallece, en la misma ciudad, como acabo de señalar, en 1991. No era una ciudad que viviese pendiente del mercado interior protegido. Por el contrario, buscaba ansiosamente noticias de lo que sucedía en los mercados extranjeros, ya fuesen los griegos o turcos de los frutos secos, o ya se tratase de los británicos de estos productos, así como del vino y de los metales. El ambiente familiar le empujó del mismo modo. Su padre era un importante propietario de viñas y de minas de plomo, y como nos ha probado el profesor Lluch, exportaba galena y vino del Priorato al mercado inglés, nación donde tenía abierta una oficina.

La formación básica la recibe, pues, en el seno de una familia de la burguesía mediterránea exportadora. He de añadir, además, que era una familia sólidamente católica. Le envió a estudiar su familia al Colegio de los Hermanos de las Escuelas Cristianas, cuyos procedimientos pedagógicos elogia Perpiñá. Siempre fue un recio católico. Perteneció hasta su muerte y desde los tiempos casi aurales de Angel Herrera, a la Asociación Católica Nacional de Propagandistas. Con Herrera acudió a más de un Congreso internacional importante. Precisamente en el seno de esta institución había de presentar una ponencia excelente, *Situación económica española y oportunidad de un plan de desarrollo*, que apareció en el boletín *A.C.N. de P.* el 1 de marzo de 1963. Se trata de una pieza esencial para entender la coherencia y continuidad de su pensamiento.

Su padre había decidido enviarle a continuar sus estudios fuera de España y, además, quería que se graduase en Economía. Consideraba que las dos grandes opciones universitarias que debía recomendar a sus hijos eran la Química y la Economía. Como persona que vivía de cara al exterior, daba muy poca importancia a los títulos expedidos por una Universidad como la española, que encontraba en exceso alicortada.

Al estallar la I Guerra Mundial, todo el plan se vino al suelo. Incluso el inicio del conflicto bloqueó a su padre más allá de nuestras fronteras. Consiguió llegar a Reus después de bastantes peripecias, cuando ya estaba alarmadísima su familia.

Su padre era muy aficionado a la música. Por eso se había hecho gran amigo del director de la sucursal en Reus del Banco de España. Este le habló del inicio de los cursos de la Universidad Comercial de Deusto, que se preparaban para 1915. Es seguro que la conversación que, posteriormente, tuvo que desarrollarse entre el padre de Perpiñá y el P. Chalbaud, que era el alma de aquel intento de la Compañía de Jesús, fue muy satisfactorio para el primero. Lo prueba no sólo el ambiente que Chalbaud pretendía -enseñar economía para ser empresarios católicos, que no se marchitasen los esenciales valores vascos, y que su título sólo tuviese valor en la actividad privada-, sino lo cómodo que acabó por sentirse en Deusto el joven Perpiñá.

Allí redondeó sus conocimientos de idiomas. Cuando concluyó los estudios universitarios conocía con buen nivel el francés, el inglés, el italiano, el castellano, el catalán y el latín, y

estudiaba el alemán. Escribía Perpiñá bien la letra gótica y tenía buen oído. Pronto dominó la lengua germánica. Como se ve, siempre tuvo facilidad para los idiomas. Me lo probó una anécdota. Más adelante estudiaría el griego clásico, como todos sabemos. En un viaje a Atenas, se dedicó con ahínco a comprender y expresarse en el griego moderno. Un compañero de expedición me ha contado el asombro que producía en campesinos, en camareros, en tenderos, su jerga inicial, y cómo, dos semanas después, había pasado a entenderse perfectamente con todo el mundo.

Este talante casi rabioso de hombre de la frontera, de adelantado, de persona que pretende vivir más allá de los bordes protegidos de su huertecillo, pero en soledad, en rabiosa independencia, lo tenía también en el deporte. Su padre y los jesuitas le aficionaron en este sentido. Pero nunca le apeteció el deporte en equipo. Sí, y mucho, aquél en el que únicamente dependía de sí mismo el triunfo. El tenis, la equitación, la natación y la gimnasia, fueron siempre sus actividades preferidas en este sentido.

La apertura hacia el exterior en buena medida también se la proporcionó la Universidad Comercial de Deusto. Estaba suscrita esta institución a las mejores revistas de economía del mundo. Perpiñá leía con asiduidad el *Weltwirtschaftliches Archiv*, que se editaba en Kiel. Con él en la mano, decidió cursar el doctorado en Alemania. La tesis que pensaba trabajar en este país, primero, y después en Estados Unidos, era sobre los cárteles y trusts. Naturalmente, se fue a trabajar con Roberto Liefmann, cuya obra *Konzern Kartelle und Trust*, aun tiene un valor de clásico.

El pentágono alemán de Perpiñá es fundamental. Sus cinco vértices fueron Munich, Francfort, Friburgo, Kiel y Berlín. En los dos primeros, trabajó no en el ambiente docente, sino en archivos bajo la dirección de Liefmann. A este le visitaba en Friburgo de Brisgovia. Es evidente que Liefmann tenía un talante neohistoricista. Por eso le incitó a Perpiñá a investigar sobre los datos, a tener presente, ante todo, lo que empíricamente era capaz de encontrar. Ese regusto por las citas exactas y numerosas, o incluso, numerosísimas, que se observa, por ejemplo, en *De Economía Hispana*, de ahí procede.

Pero Liefmann, como prueba su *Geld und Gold* en relación con la *decimotercera tesis* de Thomas Tooke, que explicaba los precios monetarios como determinados por las rentas del consumidor, lo que por cierto tendrá una desembocadura hacia la Teoría General de Keynes, no era un neohistoricista más. Forma parte, con Gottl, Oppenheimer -el maestro de Olariaga- y Spann -el maestro de Bermúdez Cañete-, del grupo de maestros que comienza a rectificar, más que en sí mismos, en la formación de nuevos economistas en Alemania. En el caso de Liefmann basta citar a Diehl y Eucken, entre otros. A todos estos neohistoricistas que rectifican, como señala Schumpeter, "ni sus críticos más severos pueden negar el mérito de haber estimulado muchos espíritus", aparte de provocar trabajos más de acuerdo con lo que era corriente en las aulas anglosajonas. Es el momento en que los célebres seminarios universitarios alemanes, comienzan a hacerse más permeables a los vientos de Viena. Dos nombres de este origen tuvieron mucha influencia desde entonces en Perpiñá: Mises, debiendo subrayarse que la contienda que mantendría con él la efectuaría desde la repugnancia del católico, no del economista, y Haberler, que le va a llevar hacia un neorricardianismo perfectamente congruente con su espíritu. Explícitamente, Perpiñá Grau, en 1936, destacará, junto con el de Gottfried Haberler, el magisterio que recibe de Viner, Ohlin e Yntema. Por Perpiñá tuve la primera noticia de la polémica de Schumpeter con Joan Robinson en relación con el agradecimiento de ésta a Harrod, Viner e Yntema, en relación con la curva de ingreso marginal.

Señalaba que el pentágono germano de Perpiñá precisa asimismo del vértice de Kiel. A él llegó de becario del Institut für Weltwirtschaft de la Universidad de Kiel. Más adelante se convertiría en profesor visitante. Allí conoció y trabajó bajo la lejana influencia de Bernhard Harms. De éste procede el concepto de *estructura* que emplea Perpiñá, como se nos aclara definitivamente en la *Introducción a De Economía hispana, infraestructura, historia*, de Ediciones Ariel, en 1972. Al mismo tiempo, empleaba esta palabra Wagemann. Con éste trabajó Perpiñá en 1926. Con gran elogio menciona Schumpeter al citado Instituto para la Economía Mundial, de Kiel, fundado -dice- "por uno de los organizadores de la investigación más eficaces que jamás han existido, el profesor Bernhard Harms". Lo cita al lado del Institut für Konjunkturforschung, "fundado por otro organizador no menos eficaz, el profesor Ernst Wagemann, en Berlín".

Si se prescinde de este armazón, bastante complejo como toda realidad, Perpiñá se nos desdibuja, tiende a caricaturizarse. Por ejemplo, con el asunto Lösch. Lösch, discípulo de Eucken en Friburgo, y de Schumpeter y Spiethoff en Bonn, acabó por refugiar su antinacional-socialismo -que se había iniciado con unas violentas polémicas en el terreno en que éstas son siempre más vivas, que es el de la población, como consecuencia de su tesis doctoral-, en el Instituto de Kiel para la Economía Mundial. Perpiñá era un asiduo de Kiel. En plena guerra, el Rector de la Universidad de Kiel y al mismo tiempo director del Instituto de Economía Mundial, era Andreas Predöhl, autor, por cierto de una nota muy laudatoria sobre Harms cuando éste falleció en 1939. Era conocida su actitud fría con el régimen, lo que no le impedía publicar y hacer carrera universitaria. Por eso, cuando en 1944 llegó Perpiñá a esa ciudad, en medio de notables aventuras, en las que se encontraba un complicado vuelo de Lufthansa -el valor físico de este insigne español era uno más entre los muchos rasgos simpáticos de su carácter-, se encontró con un Predöhl que llevaba una colosal esvástica sobre su chaqueta. Asombrado, Perpiñá le preguntó el motivo de aquella exhibición. "-Calle, calle" -le indicó al parecer Predöhl-, "como no haga estas exteriorizaciones, no sólo lo voy a pasar mal yo, sino que lo mismo va a ocurrir a algunos de los mejores investigadores del Instituto".

Fue en ese viaje cuando Predöhl le habló de Lösch y sintetizó, muy apresuradamente las tesis de éste. Perpiñá no se pudo hacer con ningún ejemplar de *Die räumliche Ordnung der Wirtschaft*, de Lösch. No va a conocer este libro hasta incluso después de la traducción -excelente por todos los conceptos- de 1957, editada en Buenos Aires, de Oreste Popescu. Mencionará en sus notas a Lösch, nunca antes de la edición de Stuttgart de 1962. Todos nosotros habíamos descubierto a Lösch en el artículo de Valavanis, que se publicó en *The American Economic Review* en septiembre de 1955. Perpiñá había comenzado con sus hexágonos, como todos sabemos, en 1952. Fue después cuando se encontró con que él había llegado por un sendero a un resultado congruente con lo expuesto e investigado de otra manera por Lösch, por lo que en ediciones posteriores de su *Corología*, defenderá con viveza su originalidad.

"Predöhl" -recuerdo que decía Perpiñá- "elogia a Lösch porque parte de considerar a la teoría de la localización como una rama de la teoría de los precios, y por eso se alegra de ser un eslabón más en la cadena que, con Palander y sus aportaciones a la competencia imperfecta en relación con los mercados en el espacio, llega a Lösch y al intento de éste de enlazar con Walras, de una manera un tanto paralela a como lo hizo Leontief. Por eso Lösch y Leontief son dos economistas que han perfeccionado el conocimiento estructural y estructurante de las economías, por lo que todo elogio es pequeño. Pero ése no fue mi camino". El sendero que él indicaba con orgullo haber seguido, arranca de los sucesivos jalones de *De Economía Hispana* (1936); del *Prólogo*, aparecido en 1943, a la *Historia de la Economía Española* de Carrera Pujal, donde Perpiñá emplea de modo sistemático el término *infraestructura económica*; del artículo sobre esta cuestión de la infraestructura, o base natural, aparecido en *Anales de Economía* en 1945, donde va a explicar

que procede de un viejo libro de Harms, que Perpiñá trabajó asiduamente, *Volkswirtschaft und Weltwirtschaft* (Jena, 1912); finalmente, de su trabajo *Tà próx ti: Fundamento de la economía*, publicado en el *Boletín de Estudios Económicos*, cuyo enlace filosófico estudió de modo cuidadoso el profesor Espínola en su tesis doctoral, *La teoría estructural de Román Perpiñá Grau*, y del que procede el ensayo *Propedéutica de la estructura económica hacia su conexión con las demás de todo pueblo*, aparecido por primera vez en la edición de Rialp (1952) de *Estructura económica y Economía hispana*, para la que, por cierto, fue fundamental el cuidado y trabajo adicional de nuestro presidente. Lo que encuentra más adelante en Lösch, señala Perpiñá que lo había hallado de manera independiente con su análisis estructural.

Conviene, sin embargo, no complicarnos demasiado la vida con el empleo que hace de la palabra *estructura*, y mucho más si la analizamos después del artículo de Machlup sobre esto en sus *Essays on Economic Semantics* (1963). No hay nada en el uso que hace de esta palabra Perpiñá que permita asociarle con el estructuralismo de Levi Strauss o de Godelier, y menos aun con el de Althusser, que hace proceder el concepto de un marxismo opuesto a las tesis de Lukacs, Gramsci y de toda la Escuela de Francfort. Tampoco tiene nada que ver Perpiñá con el *estructuralismo económico latinoamericano* de Prebisch y la CEPAL. Empleó por primera vez Perpiñá Grau la palabra *estructura económica* en la versión española de *De Economía Hispana*, en 1936, pero después de dudar. En el ensayo en alemán, que es de 1935, aparece *Wirtschaftsaubau*, o sea, *constitución económica*. Lo que Perpiñá pretendía era diferenciar del resto, lo estable de la economía, y en relación con eso, consideraba muy útil la expresión *Gestalt*, que me confesó que la había tomado no de ningún especialista en ciencias sociales, sino de Goethe. Se decantó por la palabra *estructura*, me dijo, "porque estaba de moda en Alemania, y no puede nadie dejar, en ese sentido de citar a Wagemann, que había publicado en 1928 con mucho éxito su *Estructura y ritmo de la economía mundial*, que al hilo de la Gran Depresión sería traducida al español". Luego se afianzó en el manejo de la expresión *estructura* porque su maestro Harms la empleaba de manera que le parecía a Perpiñá muy correcta, tanto en el ensayo *Strukturwandlungen der deutscher Weltwirtschaft*, que había aparecido en los *Schriften* de la Verein für Sozialpolitik, en 1926, como en el titulado *Aufriss liner volkswirtschaftlichen Strukturlehre*, en el *Zeitschrift für die esamte Staatswissenschaft*, 1939. Pero, repito, eso fue posterior.

Y, se dirá, ¿de dónde en todo esto surge el hexágono que en Lösch proviene de la famosa solución de la ecuación diferencial que aparece en el capítulo IX, *La región de mercado*, de su *Teoría económica espacial*? Pues, como sabemos todos los que hemos trabajado *De economía hispana*, del *Proyecto económico* de Bernardo Ward, que había manejado Perpiñá en la 2ª edición, la de Madrid de 1779. Ward proponía, a mediados del siglo XVIII, la construcción de seis caminos grandes, que debían partir de Madrid: uno hacia La Coruña; otro hacia Bayona, en Francia, por Burgos; el tercero hacia el Rosellón, por Barcelona; el cuarto, hacia Alicante; el quinto, hacia Sevilla y Cádiz, a través de las Nuevas Poblaciones; el sexto hacia Lisboa, a través de Badajoz. Salvo el cambio de Valencia por Alicante, ya tenemos ahí la red radial de carreteras y de ferrocarriles esenciales que existía en 1935. En cuanto publicó Juan Plaza Prieto su distribución provincial de la renta, se decidió Perpiñá a estudiar este hexágono y su centro, en conexión con sus viejos trabajos sobre periferia e interior. Después, con los estudios, mucho más completos, del Servicio de Estudios del Banco de Bilbao, insistió. No hay más misterio.

La crisis económica familiar -su padre se arruina y fallece al poco tiempo- le exigió volver desde Alemania al hogar, y abandonar la ampliación a Estados Unidos de su tesis doctoral. Allí quedaban las largas jornadas en la *Frankfurter Zeitung*, donde papeleteaba incansable noticia tras noticia sobre las sociedades de promoción de empresas en Alemania y su papel en la cartelización, hasta comprender que todo esto enlazaba con fenómenos que hoy llamaríamos de

transnacionalización, y que Perpiñá, al advertir su singularidad, bautizaría como propios del Círculo Económico Superior (CES), aparte de percibir cómo existe -mucho antes de Berle y Means- una separación, en este proceso, de la propiedad y el control, pues "un pequeño capital es capaz de dominar grandes sociedades". Los primeros resultados de estas investigaciones los publicaría Perpiñá en la revista *Industria* de la Cámara Oficial de Industria de Barcelona.

En el momento del regreso, surge la figura de Cambó. Era amigo de un tío de Perpiñá. Ambos tenían localidades contiguas en el Liceo, pues ambos eran muy aficionados a la música. Parecería que, de nuevo, Euterpe va a jugar un papel esencial en la vida de nuestro economista. Pero éste se niega a emplear la mediación de su tío. Directamente se presenta a Cambó. Este, encantado, lo acepta a su lado. Está inmerso en los trabajos del Comité Preparatorio de la Conferencia Económica de Génova, no de Ginebra, naturalmente, que se abriría el 10 de abril de 1922. De esta conferencia tenemos la exposición de Keynes en el *Manchester Guardian*, y la de Olariaga en *El Sol*, pero también está la interpretación menos inmediata, de Perpiñá como asesor de Cambó, que hay que inferir de los puntos de vista de éste, en relación con Felipe Rodés, como con el asunto Rathenau -piénsese en el papel de Cambó en relación con DUEG-CHADE, que directamente enlazaba con AEG-, así como con lo que la prensa española susurraba sobre la cuestión.

Pero aun existe otra etapa de formación que cronológicamente hay que situar entre las ayudas a Cambó-Rodés, que le facilitan desempeñar un puesto dentro del mundo del primero, -que en relación con la cuestión de Génova se aclara en las *Memòries (1876-1936)* de Cambó- y el trabajo diario de Perpiñá en CHADE. Justo en ese traslado, casi del sector público al privado, es cuando, seguro que con la aquiescencia del político catalán, consigue una beca de la Junta para la Ampliación de Estudios, que le sirve para retornar a Alemania. Corría el año 1926. Trabajó sobre todo en el citado Institut für Konjunkturforschung que Wagemann dirigía en Berlín. Abandonaba muy tarde su biblioteca. En ella, en su local de Unter den Linden, me dijo que había aprendido las ventajas del rigor en el trabajo intelectual que había acarreado un Siglo de Oro, no ya a la Universidad alemana, sino a la eficacia del Estado prusiano. Pasa a admirar, definitivamente, no sólo la buena organización del lugar al que acude, que le permite obtener datos, argumentos, criterios, sino también la disciplina, la seriedad de Alemania. Por eso sostendrá que en todo ello radica precisamente la fuerza que siempre ha acabado por tener esta nación. En esa biblioteca se encontró, y entabló una buena amistad, con un compatriota, Luis Recasens Siches. Existía en el ámbito de la misma una enorme tranquilidad para el estudio. Le recordaba la del Ateneo de Madrid.

No por eso dejaba de acudir a los archivos de Francfort, a los ya visitados previamente de la *Frankfurter Zeitung*. Un día, le preguntaron si tenía esmoquin. Dijo que sí. Añadieron que el director le invitaba a una cena con destacados industriales y financieros alemanes, en la que iba a exponer sus puntos de vista un joven político. Acudió a ella. El joven político era Adolfo Hitler, también de esmoquin, naturalmente. Me comentó Perpiñá Grau: -"Casi no me fijé en él. No dijo nada especialmente interesante. La atención la dediqué a la observación de los grandes capitanes de empresa alemanes que veía por primera vez. Después sentí no haber prestado más atención a Hitler. Era aquel momento de Weimar, muy fluido, y no escaseaban las alternativas políticas. Sinceramente consideré que era una más, que muy probablemente concluiría por liquidarse".

A los dos meses de haber llegado a Alemania, le llamó Cambó para que se encargase del Servicio de Estudios de CHADE. Fue el primero de este tipo que existió en España. "No caí bien allí", me insistió muchas veces Perpiñá. Los dos subdirectores le llamaban, irónicamente, "el sabio de Deusto" y añadía: -"Desperté envidias y hubo maniobras para separarme del que llamaban el

amo, o sea, de Cambó. Pero yo, aunque era el que lo controlaba todo, jamás le llamé el amo. Decidieron indicarle a Cambó que yo era un rebelde, porque iba en ocasiones, en vez de por la mañana, por la tarde. La contestación de Cambó la agradecí siempre: «-Que venga por la mañana o por la tarde. No quiero que digan en el futuro que corté las alas a Perpiñá»" Generosa actitud que éste pagó años después, al fallecer Cambó en Argentina. Publicó en Arriba un trabajo muy elogioso para quien fue su primer superior.

En esta etapa publica su tesis doctoral -apareció primero en sucesivos números de *El Financiero* y, después, en una cortísima edición de 150 ejemplares- y decidió obtener un título académico español. Se hizo Intendente Mercantil. Con ello, me dijo, "se acentuó mi base realista, de andar en medio del mundo corriente de los negocios". Fue cuando, por la conexión de Cambó-Heinemann y CHADE-SOFINA, observa la maqueta que esta última empresa decide presentar en la Exposición Universal de Barcelona, que se abriría en 1929. Al contemplarla -se trataba de un enorme mapa en relieve de la zona oriental de la Península Ibérica en el que SOFINA exhibía los diferentes aprovechamientos hidroeléctricos y de regadío que allí existían-, de pronto, como me dijo Perpiñá, captó "que había dos Españas: una situada en la periferia, con buenas comunicaciones marítimas, y posibilidades de desarrollo, y una interior, con mercados dislocados por mil accidentes geográficos, que sólo podía albergar población y actividad económica si tenía un respaldo denodado del poder político, tal como sucedía con Madrid".

De ahí procede toda la elaboración de 1934-1935 -cuyos hitos ya están claros- de su concepto del equilibrio económico español, basado, como señala el profesor Palafox, en cuatro proposiciones de absoluta vigencia, que a mi me gusta ordenar así: "la importancia de los rendimientos crecientes en el desarrollo industrial", cuando acababa casi de enlazar Allyn Young con Adam Smith; la "relevancia del comercio exterior en el fomento del crecimiento"; los efectos de un sistema corporativo-intervencionista en el crecimiento; finalmente, el afianzamiento de la distribución espacial de la economía española por los tres motivos anteriores. Ninguno de ellos debe quedar soslayado. Le escuché sostener: "En España, cada *dasícora* -esto es, cada lugar muy poblado y de buen desarrollo económico- es un centro de poder. Históricamente han conseguido, hasta ahora -continuaba- predominar tres: el que se sitúa en Madrid; el de Barcelona y el vasco".

Es el momento, además, en que abandona CHADE. El tener que defender a las multinacionales del complejo mundo eléctrico y financiero, no le satisfacía. Comprendía que si quería lograr una situación opulenta, estaba en el lugar adecuado y con las relaciones oportunas. Pero, me confesó, "me molestó pensar que, para permanecer allí, tendría que acabar haciendo algo inconfesable que, aunque yo no lo quisiese, haría que mi boca oliese mal, incluso cuando pronunciase palabras de verdad". Por eso decidió optar al puesto de Secretario Asesor del Centro de Estudios Económicos Valencianos, cuyo encaje dentro del mundo empresarial de esta provincia nos expone muy bien Jordi Palafox en su *Introducción*.

Pero esta estancia en Valencia añade dos elementos importantes para explicarnos del todo a Perpiñá. Por una parte, la tertulia diaria, muchas veces a la hora del café, en torno a quien fue nuestro compañero José María Zumalacárregui. La importancia de éste, en lo científico, en lo humano y en el magisterio, se acrecienta sin cesar. Todos esperamos mucho de la investigación que tiene casi culminada el profesor Manuel Varela. A esa reunión asistía también otro compañero nuestro, Manuel de Torres, así como Tomás, el hijo mayor de Zumalacárregui, que sería asesinado a poco de iniciarse la guerra civil. En esa reunión informal estoy seguro que experimentó Perpiñá aclaraciones intelectuales fundamentales para su consolidación como economista. Zumalacárregui situaba en primer lugar de sus preferencias al mundo de Lausana, encabezado por Walras y

Pareto, a los neoclásicos, y a los austriacos. Allí no se obligaba precisamente a leer a Schmoller, y sí se recomendaba vehementemente a Marshall.

Otro complemento fue el político. Perpiñá muy catalán -por defender su idioma en un opúsculo de propaganda universitaria católica, estuvo encarcelado veinticuatro horas por la Dictadura-, muy católico, encajó bien en el mundo conservador de la ciudad del Turia, que no era solo el de la Derecha Regional Valenciana, -o el del Sporting. el Náutico o el Círculo de la Agricultura- sino el del grupo de la revista *Norma. Revista de exaltación universitaria*, editada por la Asociación de Antiguos Becarios del Colegio Mayor del Beato Juan de Ribera, en la que colaboraron, entre otros, Zumalacárregui, Laín Entralgo, Corts Grau, Juan José López Ibor y Marco Merenciano. El talante político implícito en *Norma* nos lo ha aclarado Lain Entralgo en su *Descargo de conciencia*. Eso explica que el 18 de julio de 1936 la tertulia quedase pulverizada; que Perpiñá, para salvar la vida tuviese que huir de la Zona Republicana, disfrazado de centroamericano que había venido a la Madre Patria a hacer turismo, y que procuraba retornar lo antes posible a su país; que pasase a Zona Nacional donde, a más de ser teniente de Estado Mayor, colaboró con el grupo catalán inicial de la revista *Destino*, en la que escribía con el seudónimo de Ramón Colmeiro; finalmente, que retornase a Valencia como vencedor, ocupando un puesto de concejal en el primer Ayuntamiento que sigue al 1 de abril de 1939.

En Valencia fue donde germinó el nudo esencial desde el que se desparraman más adelante sus diversos trabajos, ya sobre economía española; ya sobre economía hispanoamericana; o ya sobre economía colonial, desde la griega y romana, a la expansión rusa o a la norteamericana, o a la de Europa en Africa, en la que se pueden enmarcar perfectamente sus excelentes trabajos sobre la situación económica de Río Muni. También de Valencia proceden los antecedentes de sus opiniones sobre las talasocracias en las que halló una clara oposición respecto a las situaciones y talentos derivados de zonas continentales o epirocricas. De ahí que éstas -Prusia, Castilla, Rusia, la misma Francia- y las marítimas -Inglaterra, Cataluña, Estados Unidos, Japón-, tengan concepciones vitales dispares, lo que enlaza así a Perpiñá con viejas discusiones tradicionales en la geopolítica y en las Escuelas de Estado Mayor.

¿Fue todo absolutamente coherente en el pensamiento de Perpiñá Grau? Tras estudiarlo, espero que con cierto detenimiento, creo poder advertir en él tres *cortes epistemológicos* de cierta entidad.

El primero corresponde a dos ensayos publicados nada más concluir la guerra civil. Uno es *Destino Hispano* (editado por Jesús Barnés, en Valencia, 1939), y el otro es el artículo *Economía hispana y orden nuevo*, en *Anales de Economía*, nº 2, abril-junio 1941. Es posible que se prolonguen en un artículo que publicó en alemán, creo recordar que en el *Zeitschrift für Nationalökonomie*. Varias veces se lo solicitó: "Es pronto", me repuso. "Cuando me muera es seguro que ya estará todo más tranquilo, y sabrás encajarlo adecuadamente en su contexto histórico. Como ya no comulgo con lo que sostuve, no tengo interés en ser yo el que lo difunda".

José Ramón Espínola, al enfrentarse con esto, en conversación con Perpiñá, destaca, en primer lugar que, al leerle las frases fundamentales -la tesis de Espínola se fecha en 1985- observa que ante ellas "hoy día él mismo se sorprende" y añade: "Todas estas expresiones, a cuarenta y cinco años vista, resultan ciertamente sorprendentes, incluso... para el propio Perpiñá. Únicamente pueden ser explicadas a partir de la hipótesis de unas vivencias particularmente intensas y traumáticas de Perpiñá en un contexto políticosocial sumamente radicalizado durante y tras la contienda civil. Si nos atenemos a los numerosos trabajos que Perpiñá publica, no ya antes, sino después de aquellos singulares años de la guerra y de la inmediata posguerra, en los

que ni de lejos aparecen manifestaciones similares, -por ejemplo, es un Perpiñá intervencionista- puede sacarse la conclusión de que escritos como *El destino hispano...*, e incluso otros más moderados como *Economía hispana y orden nuevo...*, corresponden a un paréntesis..., inadecuadamente representativo del pensamiento de Perpiñá".

El segundo corte proviene de una progresiva dedicación de Perpiñá, derivada de los estudios espaciales, a la población que se asienta en las diversas regiones. En 1965, asiste por eso a la Conferencia Mundial de la Población, que se celebra en Belgrado. Volvió impresionadísimo. En ella el profesor King Hubbert, geólogo y geofísico, de la Universidad de Stanford, había criticado "la ciega dilapidación de los recursos minerales de la Tierra a muy altas tasas exponenciales, provocando un irresponsable e inaudito desarrollo fomentado por la ideología consumista que motivará que tal desarrollo acabará por no ser sino un fenómeno intrínsecamente efímero (doscientos años) en el más amplio cuadro de la historia de la Humanidad".

Para Perpiñá esto era cierto, y era preciso frenar el desarrollo. Enlazaba así, hacia atrás, con los economistas pesimistas, que tienen sus cumbres en el *Ensayo sobre la población* de Malthus y en la *Cuestión del carbón* de Stanley Jevons, y de modo contemporáneo con los sucesivos trabajos del Club de Roma, publicados a partir de *Los límites del crecimiento*, su primer informe. La última presentación de este pensamiento de Perpiñá es su artículo *¿Crisis económica mundial?*, publicada en *Fomento Social*, abril-junio 1984. Nunca admitió haber mundial perdido la partida. Me dejó como herencia una vieja cartera llena de manuscritos para que yo los publicase con objeto de que quedase clara su temprana reacción ante la crisis de escasez que nos amenazaba. Nunca pude convencerle de que así condenaba a una muerte eterna a sus papeles.

El tercer abandono del espléndido camino real que constituye el armazón central de su trabajo, tendría que denominarse algo así como *progresiva descalificación de Europa*. Su intervención en la Universidad Internacional Menéndez y Pelayo, al recibir su Medalla de honor, fue sobre esa cuestión. Sus aportaciones postreras en el seno de la Sociedad de Estudios Internacionales, en las páginas de la *Revista de Política Internacional*, podrían englobarse en el capítulo de muy serias advertencias ante Europa. De algún modo se prefiguraban así los ensayos de otro reticente europeísta, el gran economista Maurice Allais. Esa cartera a la que he hecho referencia, a más de alegatos sobre el porvenir de escasez que nos acecha, contiene multitud de puntos de vista dirigidos a ponernos en guardia ante la Europa que él avizoró mucho antes que casi todos, en su trabajo sobre el *Memorándum Briand*.

Tres quiebras que constituyen algo así como unos inicios de exploración hacia terrenos en los que los economistas han solido contender con bastante pasión. El intervencionismo, las alusiones excesivamente pesimistas ante el desarrollo y un creciente anticomunitarismo, por supuesto que nada tienen que ver con la marcha central que se muestra en esa nutrida bibliografía de Perpiñá, elaborada por el profesor Fernández Pérez. Pero, aunque no hayan podido integrarse en el eje de sus investigaciones, muestran que también en el exigente jardín de Perpiñá, han nacido esas peligrosas, pero siempre atractivas, plantas de la heterodoxia. Aunque, por supuesto, lo esencial de lo que ha cultivado acertó así a sintetizárnoslo nuestro compañero Fabián Estapé en 1974: "Perpiñá supo darse cuenta de las limitaciones inherentes a los planteamientos neoclásicos..., así como las grandes limitaciones que pesaban sobre las tentativas realizadas en Alemania, principalmente, para dar actualidad a las enseñanzas y métodos de la Joven Escuela Histórica... Román Perpiñá percibió, con mayor nitidez que los autores acreditados en Europa y en Estados Unidos, que la explicación satisfactoria de los fenómenos económicos y sociales no puede conseguirse ni con exceso de interpretaciones mecanicistas ni con las abstracciones que olvidan casi siempre... los factores decisivos", para concluir: "Lo menos que puede decirse con respecto

a la recepción de las ideas y sugerencias contenidas en los trabajos de Perpiñá... es que ha sido totalmente desproporcionada a su importancia intrínseca y a la trascendencia de su concepción metodológica".

Román Perpiñá Grau, con una Universidad que se le cerró del modo absurdo que muchos sabemos; con un lugar de trabajo -el Consejo de Economía Nacional- que se esfumó y, con él, la fuente de sus ingresos; finalmente, con una admirable y terca voluntad hidalga de no importunar y de asumir en solitario el agobio de la escasez, tuvo, tras la última vuelta del camino, algunas ayudas generosas que le permitieron morir con dignidad. Conviene que yo levante acta, para la historia, de este catálogo. Lo encabezan Ernest Lluch y José Luis García Delgado, que consiguieron del Ministro de Educación y Ciencia, José María Maravall, sirviéndose de la ficción de que su estancia en el lugar era la más dilatada, que Perpiñá no pagase nada en los últimos años de su vida en la Residencia del Consejo Superior de Investigaciones Científicas, entonces, antes y ahora, la *Resí* por antonomasia. También está en él la profesora de la Universidad de Navarra, Elvira Martínez Chacón, porque con el pretexto de regalos navideños de sus discípulos, hizo posible que pudiese vestir con alguna elegancia y con la dignidad corrientes en él. Finalmente, hay que destacar a nuestro compañero Manuel Fraga, porque lo solicitó, y a una persona siempre tan colaboradora con el mundo universitario como es Isidoro Alvarez, porque lo atendió inmediatamente, en su calidad de Presidente de la Fundación Ramón Areces, que facilitaron el dinero líquido sin el que no hubiese podido cubrir ciertas necesidades derivadas de su postrera y larga enfermedad. La última vez que le visité, en una residencia sanatorial de Barcelona, me dijo, con lágrimas en los ojos, refiriéndose a Fraga y a Isidoro Alvarez: -"Soy muy feliz. Como cristiano no temo a la muerte en sí, pero me aterraba que me llegase en soledad, sin poder recibir atenciones elementales, que agonizase en condiciones miserables. Veo que gracias a la munificencia de la Fundación Areces y a la vigilancia que de todo hace Fraga, no tengo por qué preocuparme. Y eso me hace caminar con alegría estas últimas jornadas".

Al entrar del modo que hoy hace Perpiñá en nuestra Real Academia, no va a suponer, porque haya fallecido, menos colaboración en nuestros afanes diarios. Creo que, en ese sentido, debemos meditar lo muchísimo de verdad que tiene este párrafo final del *Sueño de la Muerte* de Quevedo: "Que los muertos pocas veces se burlan y que, gente sin pretensión y desengañada, más atiende a enseñar que a entretener". Por eso, en nombre de nuestra Corporación tengo que dar la bienvenida a las enseñanzas con las que Román Perpiñá Grau participará, desde hoy mismo, en nuestros trabajos.

He dicho.

Juan Velarde

PRIOR, D., VERGES, J. y VILARDELL, I.: La evaluación de la eficiencia en los sectores privado y público, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1993

Hace poco más de diez años este libro hubiera sido impensable en España: ni el concepto de eficiencia era generalmente admitido y compartido como criterio de evaluación de las unidades económicas, ni era admisible que los sectores público y privado pudiesen regirse por las mismas pautas de dirección y gestión.

Hoy, sin embargo, podemos reseñar un trabajo que cumple dignamente ambos objetivos y que apuesta, además, por la demostración práctica de que la eficiencia puede medirse en determinados casos de aplicación, empresariales o sectoriales. En él se encuentran asimismo las definiciones generalmente admitidas de eficacia (cumplimiento de objetivos), eficiencia (cumplimiento de objetivos al mínimo coste u optimización de objetivos a coste dado), rentabilidad (beneficio en términos relativos) y productividad (relación productos-factores), que constituyen el cuadro indispensable de indicadores con el que cualquier gestor económico debe evaluar los logros de su actividad.

La estructura del libro facilita la inmersión en el tema del lector no experto, quien encontrará en el primer capítulo una reinterpretación en clave económica de los modelos piramidales de "ratios" basados en la metodología Du Pont. Pero no debe ocultarse que el enfoque de los temas, el rigor analítico y la precisión conceptual que pueden encontrarse en toda la obra son esencialmente académicos.

Bajo la óptica privada, y tras ese tema inicial en el que se analiza la capacidad explicativa de la rentabilidad empresarial que tienen los factores en los que se desagrega ésta (margen, rotación y efecto financiero del endeudamiento y el coste de las deudas), el libro profundiza en las posibilidades de medir la productividad a partir de los datos contables y el cálculo del margen neto y repasa las críticas doctrinales que se han hecho al índice de rentabilidad cuando se introduce la variable temporal y se admite la posibilidad de que las empresas se encuentren en situación estacionaria o en crecimiento.

Bien es verdad que la aridez de los temas para los lectores no expertos se suaviza con un reiterado uso de ejemplos de aplicación, que culminan con un tema dedicado "ex-profeso" a la medida de la eficacia y la eficiencia en el caso particular de empresas sometidas a regulación, como son las de transporte público urbano.

Desde el prisma de lo público, el libro es también una buena guía didáctica para los lectores no versados en el tema, ya que comienza con el recordatorio de los tres tipos básicos de entidades que componen el sector público: empresas públicas, organismos autónomos y Administración Pública propiamente dicha. A partir de esa caracterización, que se atiene a la taxonomía habitual, la obra resalta los problemas típicos de objetivos múltiples y muchas veces contrapuestos y de carácter extraeconómico que presiden la administración de las empresas públicas; así como la difícil medida del "output" de los organismos autónomos o "agencias" gubernamentales y la necesidad de acotar su evaluación en el nivel de la eficacia o el mero cumplimiento de objetivos en los servicios prestados.

En un posterior repaso de los modelos que han sido propuestos y utilizados para juzgar la eficiencia de las unidades de gestión públicas, el libro ofrece la utilidad añadida de exponer la metodología, alcance y aplicaciones de los métodos no paramétricos de frontera eficiente, cuyo empleo tiende a generalizarse entre los estudiosos y analistas, al permitir que se tome como pauta de eficiencia la que evidencian las propias empresas de un sector (su frontera eficiente) y medirse con respecto a ella la ineficiencia relativa de todas y cada una de las entidades que lo componen (su distancia a la frontera).

Otras dos aplicaciones empíricas completan también el libro en el bloque de lo público: una que consiste en analizar comparativamente los agregados de empresas públicas y privadas de la Central de Balances del Banco de España mediante la citada metodología de frontera eficiente, y otra que radica en evaluar la eficiencia de una actividad característica de la Administración Pública como son los servicios municipales de recogida de residuos sólidos urbanos.

Por último, hay que señalar que la sistemática de la obra incluye en cada capítulo sendos apartados de resumen y conclusiones y de bibliografía, que también facilitan la lectura y seguimiento de los diversos temas. Todo lo cual contribuye a que el libro tenga utilidad tanto para los expertos en la medida de la eficiencia, que obtendrán de él una valiosa recopilación de modelos teóricos y consideraciones doctrinales, como para los que estén simplemente interesados en el control de resultados de las unidades económicas, que verán un completo muestrario de aplicaciones basadas en un indicador esencialmente económico como es la eficiencia.

Juan Antonio Maroto Acín

Fundación Argentaria, I Simposio sobre igualdad y distribución de la renta y de la riqueza. Madrid, 1993.

La fundación Argentaria ha publicado recientemente nueve volúmenes relacionados con el estudio de la igualdad, que constituyen el resultado del programa de investigación sobre esta temática iniciada por la fundación a finales de 1991 con una óptica multidisciplinar.

Sus títulos son:

- Volumen 1. Igualdad en las ideas y en el pensamiento político.
- Volumen 2. La distribución de la renta.
- Volumen 3. La distribución de la riqueza.
- Volumen 4. Mercado de trabajo y desigualdad.
- Volumen 5. Estructura social y movilidad.
- Volumen 6. Opinión pública, vida cotidiana y desigualdad.
- Volumen 7. Sector público y redistribución.
- Volumen 8. El impacto de las políticas sociales: Educación, salud y vivienda.
- Volumen 9. Equilibrios interregionales.

A ellos se añaden dos volúmenes independientes titulados:

- Información estadística sobre la desigualdad social.
- Andanzas y caminos: Historia de seis familias españolas.

La amplitud de temas tratados y el enfoque multidisciplinar ya aludido, comportan distintos perfiles de los lectores potenciales. El siguiente comentario está referido a los volúmenes relativos a distribución de la renta, distribución de la riqueza, mercado laboral, sector público y distribución regional, acotación que responde a la orientación de tipo económico de los correspondientes trabajos.

- a) La distribución de la renta: El tomo relativo a distribución de la renta, que se inicia con una contribución de Atkinson, comprende un total de diez artículos, agrupados en los encabezamientos de "problemas metodológicos", "la distribución desde la perspectiva del gasto", y "la distribución desde la perspectiva de los ingresos". Los distintos extremos se analizan con profundidad y rigor, tanto desde una óptica teórica como aplicada, a partir fundamentalmente de la información proporcionada por las Encuestas de Presupuestos Familiares. Como hechos notables cabe destacar que la distribución de la renta en España es en la última década progresivamente más igualitaria, si bien, al comparar España en el contexto internacional, la distribución de la renta en nuestro país tiende a ser relativamente más desigual. En concreto, a partir de la definición de la línea de pobreza en función de un nivel de renta un 50 por 100 inferior a la renta media, en los países de la Unión Europea, Portugal tiene un 33 por 100 de pobre; España, Grecia, Irlanda y Reino Unido tienen en torno a un 18 por 100 de pobres, mientras que tal porcentaje es significativamente inferior para los restantes países. Por otro lado, las investigaciones confirman un efecto muy positivo del nivel educativo sobre los ingresos. Es decir,

redistribuir educación (en definitiva, redistribuir capital humano) puede constituir una vía adecuada para redistribuir renta en el medio y largo plazo.

Como temas a completar, sería quizás deseable alguna profundización adicional en el análisis de la representatividad de la información estadística disponible (las distintas Encuestas de Presupuestos Familiares) para efectuar estudios de la distribución de la renta en España.

- b) La distribución de la riqueza: El volumen que se ocupa de la distribución de la riqueza contiene los trabajos de Naredo sobre la composición y distribución de la riqueza de los españoles, y de Mas, Pérez y Uriel relativo a la estimación de las dotaciones de capital público en España.

El trabajo de Naredo desarrolla una estimación del patrimonio neto de los hogares españoles y de su evolución temporal teniendo en cuenta distintos factores, entre ellos, el comportamiento de los precios y, en particular, de los precios de la vivienda. Algunos grandes ratios de interés son, por ejemplo, la relación entre patrimonio neto y PIB, que se estima situada en 5,5 en 1991, o la estructura del patrimonio neto, indicativa de que un 85 por 100 de los activos reales de los hogares está representado por bienes inmuebles urbanos. La siguiente parte de la investigación utiliza los datos fiscales para aproximar la distribución del patrimonio. Globalmente, se trata de un trabajo de interés que pretende llenar un importante vacío en la información estadística disponible. El autor indica que se están completando investigaciones sobre esta temática tendentes a ofrecer valoraciones más precisas de la riqueza. Disponer de esta información puede ser de inestimable valía para desarrollar estudios en multitud de esferas que trascienden al propio análisis de la distribución. Los resultados ofrecidos deben entenderse como una primera valoración al respecto.

El trabajo de Mas *et al.* evalúa el capital público a través de las inversiones públicas. Como el anterior, llena también un vacío importante en la información disponible. Estas estimaciones de capital público han sido utilizadas en diversos trabajos sobre crecimiento, sobre todo a nivel de Comunidades Autónomas. Como nota de advertencia, cabe señalar que el capital público se cuantifica a través del esfuerzo inversor, no del output de infraestructuras producido. Dependiendo de la orografía, una misma inversión pública puede generar distintos outputs de infraestructuras. Es preciso tener en cuenta esta matización al utilizar los datos de capital público en funciones explicativas del crecimiento por autonomías, dado que, por ejemplo, una misma inversión pública en carreteras genera una menor dotación de infraestructuras en regiones montañosas como Cantabria, frente a regiones cuya orografía es poco accidentada.

- c) Mercado de trabajo y desigualdad: El estudio de tipo descriptivo de Castillo y Toharia, titulado "las desigualdades en el trabajo", constituye la primera contribución de este volumen. Ofrece una información muy detallada que es objeto de análisis mediante la estimación de distintos modelos "logit". El trabajo de Garrido y Moreno, relativo a la "desigualdad intersexual en los flujos de integración laboral", explota también la utilización de los modelos de elección discreta. La principal conclusión alcanzada es que las diferencias salariales quedan bien explicadas por la edad y por el nivel educativo. A la vez, se halla discriminación salarial entre los casados por razones de sexo, cifrándose la diferencia en el 21,5 por 100 del salario. Por contra, no aparece discriminación en el caso de los solteros. Un tema de estudio podría ser tratar de determinar hasta qué punto

una discriminación salarial del orden del 22 por 100 para los casados puede ser el reflejo de los distintos roles sociales que tradicionalmente tienen asignados "las casadas" frente a "los casados", puesto que aceptar que un 22 por 100 de diferencia salarial obedece a discriminación, implica aceptar que la empresa discriminadora con empleados masculinos, podría reducir su coste laboral en un 22 por 100, a través de la simple sustitución de hombres por mujeres.

El tema de la desigualdad en las condiciones de trabajo se aborda por el trabajo de Castaño, mientras que una estimación del modelo de capital humano para analizar los efectos de la educación se detalla en el estudio de Cañada. De este trabajo destaca la conclusión relativa a los bajos rendimientos de la formación profesional. Estos trabajadores, transcurridos ciertos años, perciben un salario más bajo que aquellos que han estudiado el mismo número de años pero han recibido una formación general. Esta relevante conclusión sugiere la conveniencia de estudios específicos sobre las causas del relativo fracaso de la formación profesional.

- d) Sector público y redistribución: En el volumen relativo a sector público se pasa revista a la acción redistributiva del I.R.P.F., del I.V.A. e impuestos especiales y del gasto público, con especial referencia a los gastos sociales.

Con respecto al IRPF, la conclusión del trabajo de Lasheras, director del Instituto de Estudios Fiscales en el momento de elaboración del trabajo, Rabadán y Salas. es que la capacidad redistributiva del impuesto ha aumentado entre 1982 y 1989 a consecuencia de los cambios en la distribución inicial de rentas declaradas, de la rémora fiscal y de los cambios en la tarifa y en las deducciones. En cualquier caso, la investigación opera con datos fiscales, y no tiene cabida, por tanto, la posible ocultación diferencial de ingresos dependiendo de su origen. Con respecto al IVA, el trabajo de Mayo y Salas informa de que si bien en 1980 el impuesto era prácticamente proporcional con respecto al gasto, se convierte en progresivo en 1990 debido a la nueva distribución del gasto en esta fecha.

Un importante mecanismo de redistribución del sector público es a través del gasto. El trabajo de Gimeno, al comparar 1980 con 1990, halla una mejora sustancial en los efectos redistributivos del gasto, explicada fundamentalmente por la partida de Sanidad así como por los gastos sociales en general. Por otro lado, el trabajo de Bandrés, centrado en los efectos redistributivos de los gastos sociales, efectúa una ponderada presentación de conclusiones, en las que destaca que si bien no se puede negar que los gastos sociales son en conjunto netamente progresivos, es preciso no ignorar la distinta eficacia redistributiva de cada una de las prestaciones, a la vez que llama la atención sobre la necesidad de coordinación y unificación de los distintos programas en un sistema de protección integrada contra la pobreza. Finalmente, el estudio de Jiménez, Vicente, Achurra, Quilez y Jacob examina el impacto de las prestaciones sociales en la renta familiar, y sus efectos redistributivos entre personas, entre generaciones y entre territorios.

- e) Desequilibrios interregionales: Después de una presentación general de esta problemática a cargo de Andreas Pfingsten, el trabajo de Castells y Parellada aborda el tema de la convergencia y de la distribución de la renta entre las Comunidades Autónomas españolas, los efectos redistributivos del IRPF entre autonomías se examinan en el estudio

de Lasheras, Roldán y Salas, mientras que Lorente examina la dispersión geográfica de los salarios en España.

Después de la lectura de los cinco volúmenes de *Argentaria*, que analizan el tema de la desigualdad desde una óptica económica, la reacción global que se tiene es congratularse de que esta fundación haya contribuido a cubrir este hueco en el conocimiento de esta parcela de la realidad de la economía española. Los estudios sobre distribución han constituido una categoría de trabajos que en los últimos años había caído en un cierto olvido, y que el programa de investigaciones de *Argentaria* contribuye a paliar. Por otro lado, el contenido de los trabajos en general se adecua a unos elevados estándares de rigor académico. Como aspectos a completar, sería probablemente deseable una mayor discusión de los datos en los temas relativos a distribución de la renta y a distribución de la riqueza. A título ilustrativo, el interesante trabajo relativo a distribución de la riqueza familiar no da suficientes pistas sobre la construcción de algunas series necesarias para hallar la distribución del patrimonio. Un claro precedente de este trabajo, que operaba por la vía del inventario, es la evaluación de la riqueza en España efectuada por la Universidad de Deusto en los sesenta. Muchos investigadores precisan series de stock de capital o de ratios de capital-producto, inexistentes con carácter oficial a nivel agregado. Por ello, debe valorarse muy positivamente cualquier contribución en tal sentido. Finalmente, quizás sería también conveniente incidir en algunos aspectos críticos en el momento de enjuiciar la acción redistributiva del sector público. Estos aspectos no surgen únicamente del análisis de datos fiscales, y la información al respecto es difícil de hallar. Pero en cualquier caso, sería conveniente destacar y tratar de documentar algunas posibles limitaciones del sistema fiscal, como el distinto grado de ocultación de ingresos por colectivos, o del sistema de protección social, como instrumentos de la política redistributiva.

En el aspecto formal, se encuentra a faltar una presentación general de los once volúmenes que permitiese al lector potencial seleccionar el material que le interesa analizar, así como de las principales contribuciones del programa de investigación. Once tomos, por razones de peso y de volumen, desaniman al lector si previamente no se le ofrece una guía, más completa que el simple índice, de lo que puede encontrar en la obra y de dónde encontrarlo. Si bien cuando se trata de aportaciones independientes es comprometido tratar de ofrecer una visión de síntesis, su papel puede ser vital para alentar al intrépido lector a adentrarse en la vorágine de la letra impresa multidisciplinar. Estas consideraciones no deben, sin embargo, empañar la visión global muy positiva del esfuerzo investigador de *Argentaria*, plasmado en una "enciclopedia de distribución", cuya consulta es obligada por parte de todos aquellos estudiosos de la desigualdad.

José L. Raymond

NUEVO DIRECTOR GENERAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

La LXIX Asamblea General Ordinaria de las Cajas de Ahorros, en su sesión del día 23 de junio de 1994, ha designado a Juan Ramón Quintás Seoane, como Director General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Quienes integramos la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros, queremos expresar nuestra cordial bienvenida a Juan Quintás, al tiempo que despedimos con afecto al hasta ahora Director General de CECA, Germán Pérez Ollauri, que alcanza su reglamentaria etapa jubilar tras toda una vida profesional dedicada al servicio de la CECA o, lo que es lo mismo, al servicio de las Cajas de Ahorros españolas.

El nuevo Director General de CECA, colaborador habitual de *Papeles de Economía Española*, y de otras publicaciones de la Fundación FIES, accede a su nueva y difícil responsabilidad con un bagaje académico y profesional profundo y versátil, y con el talante humano, dialogante y abierto, característico de su personalidad, que permiten predecir -a la vez que desear- el éxito de su gestión, tan importante para las Cajas de Ahorros y para la consolidación de la propia Confederación y de su Obra Social, de la que la Fundación FIES es su componente más significativo.

Esperamos de su demostrada sensibilidad hacia la investigación, el estudio y la difusión de las ideas -que constituyen el quehacer básico de nuestra Fundación- la renovada continuidad de su aprecio y asistencia.

Reciba, desde estas páginas de *Cuadernos de Información Económica*, nuestra sincera felicitación y nuestra permanente oferta de colaboración.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 57. Tribuna Joven. Los nuevos economistas ante el reto europeo.
 N.º 58. Entidades financieras y competitividad.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Ultimos números publicados:

- N.º 44. Titulización de activos financieros.
 N.º 45. Las entidades de crédito ante la Unión Europea.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

- N.º 12. La Rioja.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

Ultimo número publicado:

- N.º 6. Las áreas deprimidas de España.



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL
 Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Tfno. 3504400

AÑO 1994

- | | | |
|--------------------------|--|-------------|
| <input type="checkbox"/> | <i>Papeles de Economía Española</i> (suscripción) | 7.000 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos | 2.200 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> (suscripción) | 6.900 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos | 2.300 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | <i>Cuadernos de Información Económica</i> , un año | 12.000 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos | 1.600 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | <i>Documentos de Trabajo</i> (números sueltos)..... | 1.000 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | Microfichas (número suelto) | 1.200 Pts. |

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Cheque bancario.
 Domicialización bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social

Actividad o Departamento

Domicilio Teléfono

Ciudad C.P. Provincia o país

Fecha

Firma o sello, 

Precio de este ejemplar de Cuadernos.- 1.600 pts.

